

ПРИДНЕСТРОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
им. Т.Г. ШЕВЧЕНКО

Экономический факультет

Кафедра финансов и кредита

А.И. ЕСИР, Л.М. САФРОНОВА

ИНВЕСТИЦИИ

Учебное пособие

Тирасполь

*Издательство
Приднестровского
Университета*

2015

УДК 330.32 (075.8)
ББК У263я73
И76

Рецензенты:

И.Н. Узун, канд. эконом. наук, доцент ПГУ им. Т.Г. Шевченко

Л.В. Савенко, канд. эконом. наук, доцент Международного института менеджмента «IMI-NOVA», г. Кишинев

И76

Есир А.И., Сафронова Л.М.

Инвестиции: Учебное пособие / сост. А.И. Есир, Л.М. Сафронова. – Тирасполь, 2015. – 251 с. (в обл.)

Учебное пособие соответствует дисциплине «Инвестиции», предусмотренной требованиями Государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования по направлению подготовки 080100 – ЭКОНОМИКА.

В учебном пособии рассматривается комплекс вопросов, связанных с инвестиционным процессом, видами инвестиций, моделями инвестирования, инвестиционной политикой, источниками финансирования инвестиций, оценкой рисков и эффективности инвестиционных проектов, процессом принятия инвестиционных решений, формированием инвестиционного портфеля.

Пособие предназначено в первую очередь студентам высших учебных заведений, обучающихся по специальности «Финансы и кредит», также будет полезно для специалистов, работающих в органах финансово-кредитной системы.

УДК 330.32 (075.8)
ББК У263я73

Рекомендовано Научно-методическим советом ПГУ им. Т.Г. Шевченко

ВВЕДЕНИЕ

Участники экономической системы – хозяйствующие субъекты, отрасли и в целом национальная экономика – постоянно ощущают потребность в дополнительных источниках денежных средств, необходимых для расширения, технического перевооружения и модернизации производства, формирования основного и оборотного капитала. Выбор приоритетных направлений инвестиционных вложений, оценка их целесообразности и эффективности являются довольно сложной и одновременно необходимой задачей из-за ограниченных финансовых ресурсов.

При изложении данного курса используется комплексный подход к изучению теоретических, законодательных, организационных и методологических основ инвестирования. На макроэкономическом уровне инвестиции рассматриваются с позиций всего национального хозяйства (инвестиционный процесс, управление инвестициями, модели инвестирования, инвестиционная политика, государственное регулирование инвестиционной деятельности), на микроэкономическом уровне – с позиций хозяйствующего субъекта (источники финансирования инвестиций, методы оценки эффективности и инвестиционных качеств инвестиционных проектов, процесс принятия инвестиционных решений и формирование инвестиционного портфеля).

Цель изучения дисциплины «Инвестиции» – сформировать у студентов, в соответствии с требованиями Государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования РФ, цельное и логически увязанное представление о механизме осуществления реальных и финансовых инвестиций, методах управления ими на микро- и макроуровне.

Задачи дисциплины «Инвестиции»:

- изучение сущности и видов инвестиций;
- ознакомление со структурой инвестиционного процесса, основными источниками и формами финансирования инвестиционных проектов;
- определение степени влияния финансовой и денежно-кредитной политики государства на инвестиционную активность хозяйствующих субъектов и пути ее активизации;
- определение роли и места инвестиций в обеспечении экономического роста в стране;
- овладение методами анализа эффективности реальных и финансовых инвестиций;

- изучение основ теории портфеля, управления и оптимизации портфельных инвестиций;
- ознакомление с формами и методами государственного регулирования инвестиционной деятельности.

Особое внимание уделяется междисциплинарной взаимосвязи, выработке комплексного представления о профессии и получению первоначальных навыков системного экономического мышления, основанного на многовариантных подходах при выборе управленческих решений в условиях воздействия различных факторов внешней и внутренней среды.

Изучение материала позволит получить специальные знания в инвестиционной сфере, необходимые для подготовки и оценки инвестиционных проектов, адаптированных к конкретным условиям рыночной экономики.

ТЕМА 1. КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ В ЭКОНОМИКЕ

1.1. Объекты инвестиций, осуществляемых в форме капитальных вложений

Инвестиционная деятельность в Российской Федерации осуществляется в соответствии с Законом РФ № 1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РФ», Федеральным законом «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (ФЗ № 22-ФЗ), Федеральным законом «Об иностранных инвестициях» (ФЗ № 160-ФЗ) и другими нормативно-методическими документами.

В соответствии с законом «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» понятие «инвестиции» трактуется следующим образом: «...денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта». Под инвестиционной деятельностью, в свою очередь, понимают вложение средств в осуществление практической деятельности с целью получения прибыли, либо достижения какого-либо полезного эффекта.

Под капитальными вложениями понимают инвестиции в основной капитал, в том числе связанные с новым строительством, расширением, реконструкцией и техническим перевооружением действующих предприятий, приобретением оборудования, инструмента, машин, инвентаря, проектно-изыскательскими работами и др.

Следовательно, к объектам инвестиций, осуществляемым в форме капитальных вложений, относятся следующие виды затрат: по строительно-монтажным работам, связанным с возведением зданий и сооружений; по приобретению, монтажу и наладке оборудования и машин; по проектно-изыскательским работам; по отводу земельных участков и переселению в связи со строительством; по содержанию дирекции строящегося предприятия; по подготовке и переподготовке кадров и др.

Капитальные вложения – это форма реального инвестирования на предприятиях. Капитальные вложения можно классифицировать по следующим признакам:

1) По *назначению* капитальные вложения могут быть: производственными (объект инвестирования – основные средства производ-

ственного назначения, к которым относят здания цехов, сооружения, машины и оборудование, запасы сырья и материалов и т. д.); производственными (направлены на развитие социальной сферы – социально-культурных объектов административно-территориального значения, объектов инфраструктуры муниципалитетов, ремонт и реконструкцию библиотек, детских садов, больниц и т. д.).

2) По *элементам инвестирования выделяют следующие виды капитальных вложений*: материальные вложения – капитальные вложения в активы, имеющие материальное содержание (расходы на строительство или реконструкцию зданий и сооружений, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, увеличение оборотных активов – сырья и материалов); нематериальные вложения – капитальные вложения в активы, не имеющие материального содержания (объекты интеллектуальной собственности – имущественные права, патенты, лицензии, программное обеспечение, технологии производства, ноу-хау и др.).

3) По *технологической направленности* капитальные вложения классифицируют как инвестиции в строительно-монтажные работы; инвестиции по приобретению оборудования, инструментов, инвентаря; инвестиции в осуществление капитальных работ и другие затраты.

4) По *воспроизводственной структуре (направлениям использования)* капитальных вложений различают инвестиции, направленные: на экстенсивное развитие – новое строительство и расширение действующих предприятий; интенсивное развитие – реконструкция и техническое перевооружение.

5) По *источникам финансирования* капитальные вложения могут осуществляться за счет собственных источников (вклады в уставный капитал, амортизационные отчисления, прибыль предприятия) и привлеченных средств (заемные средства и бюджетное финансирование).

6) По *степени централизации* капиталовложения могут быть: государственными – инвестиции за счет средств государственного бюджета, бюджетов субъектов Федерации, министерств и ведомств; децентрализованными – используются собственные и заемные средства предприятия.

7) По *происхождению* средства, направляемые на капитальные вложения, могут быть отечественными и иностранными.

Капитальные вложения классифицируют по отраслевой и территориальной структуре, позволяющей дать оценку пропорциональности распределения и относительной эффективности использования инвестиций в целом на уровне государства.

Одним из прогрессивных и рациональных направлений улучшения отраслевой структуры капитальных вложений является развитие базовых отраслей промышленности и народного хозяйства.

О том, как изменялась отраслевая структура инвестиций в ПМР, дает представление табл.1.1.

Таблица 1.1.

**Инвестиции в основной капитал
по основным отраслям экономики
(без субъектов малого предпринимательства)**

	2009	2010	2011	2012	2013
Инвестиции в основной капитал – всего	932914	1591694	1668219	1365340	1632075
в том числе:					
промышленность	520935	1071576	1028625	632452	762561
сельское хозяйство	83724	104159	221912	167236	204484
транспорт и связь	107630	165106	136329	176260	160452
жилищное строительство	45505	30599	30862	42464	32711
прочие отрасли	154872	204462	242852	340341	461873

Источник: Статистический ежегодник ПМР за 2013г. С. 124.

Как видно из данных табл. 1.1, наиболее значительно уменьшилась доля инвестиций в основной капитал таких отраслей, как промышленность (-9,1%), транспорт (-1,7%), строительство (-2,9%), что является негативным явлением, увеличение доли вложений в сельское хозяйство на 3,6% является позитивным фактором.

Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений, могут быть:

1) оборонительные инвестиции – направлены на уменьшение риска, связанного с покупкой сырья, комплектующих изделий, поддержанием уровня цен, защитой от конкурентов и т. д.;

2) наступательные инвестиции – направлены на разработку новой техники, технологий и инструментов с целью поддержания на высоком научно-техническом уровне производимую продукцию;

3) социальные инвестиции – направлены на улучшение условий труда работников предприятия;

4) обязательные инвестиции – направлены на удовлетворение государственных требований, связанных с экологическими стандартами и безопасностью продукции, иных условий деятельности, не обеспечиваемых мероприятиями по совершенствованию менеджмента;

5) представительские инвестиции – направлены на поддержку престижа предприятия.

8) *По направлению деятельности* различают следующие виды капитального инвестирования:

- нетто-инвестиции (начальные инвестиции) – осуществляются в момент приобретения или основания предприятия;

- экстенсивные инвестиции – направлены на расширение производственных мощностей предприятия;
- реинвестиции – инвестирование высвобождающихся финансовых ресурсов в приобретение или изготовление новых средств производства;
- брутто-инвестиции – включают начальные инвестиции и реинвестиции.

В системе экономического анализа применяют и иную группировку инвестиций, которые осуществляются в форме капитальных вложений:

- 1) инвестиции, связанные с заменой изношенного физически или устаревшего морально оборудования;
- 2) инвестиции, связанные с модернизацией оборудования, которые направлены в первую очередь на снижение издержек производства и улучшение качества выпускаемой продукции;
- 3) инвестиции в воспроизводство, целью которых является увеличение объемов выпускаемой продукции в условиях уже сформировавшегося рынка и существующего производства, когда расширяется спрос на продукцию или предприятие переходит на выпуск новых видов продукции;
- 4) инвестиции на диверсификацию – направлены на изменение номенклатуры продукции, производство новых изделий, поиск дополнительных рынков сбыта;
- 5) стратегические инвестиции – предназначены для внедрения достижений научно-технического прогресса, повышения уровня конкурентоспособности продукции, снижения производственных рисков. Стратегические инвестиции позволяют осуществлять структурную перестройку экономики, развивать импортозамещающее производство и высокотехнологичные экспортно-ориентированные отрасли.

1.2. Источники финансирования капитальных вложений

Капитальные вложения могут финансироваться как за счет собственных средств, так и за счет привлеченных ресурсов.

Источники финансирования капитальных делаются на три вида:

- собственные средства предприятий;
- средства государственного бюджета;
- заемные средства (кредиты, ссуды).

Собственные средства предприятия формируют главным образом за счет амортизационных отчислений и прибыли от реализации продукции, работ, услуг. У крупных корпораций есть возможность использовать на расширенное воспроизводство временно свободные де-

нежные средства, накопленные в специальных, пенсионных и других фондах.

Бюджетное финансирование может быть централизованным (средства федерального бюджета) и региональным (бюджеты субъектов федерации).

Заемные средства представлены кредитными ресурсами банков, инвестиционных и пенсионных фондов, капиталом страховых и лизинговых компаний, а также другими источниками.

В ПМР основным источником финансирования капитальных вложений в последние годы являются собственные средства предприятий. Их удельный вес (81,5–88,9 %) почти в пять раз превосходит долю бюджетных ресурсов (15,6–2,9 %) (см. табл. 1.2).

Таблица 1.2.

**Инвестиции в основной капитал
по основным отраслям экономики
(без субъектов малого предпринимательства, тыс. руб.)**

	2009	2010	2011	2012	2013
Инвестиции в основной капитал – всего	932914	1591694	1668219	1365340	1632075
в том числе финансируемые за счет:					
республиканского бюджета	145616	139275	121117	63522	47700
местного бюджета	18165	15517	33733	26447	23162
собственных средств организации	760816	1423700	1468175	1236989	1451383
прочих источников	8317	13202	45194	38382	109830

Источник: Статистический ежегодник ПМР за 2013г. С. 123.

Капитальные вложения по строительству могут финансироваться не только за счет одного, но и за счет нескольких источников.

В рыночной экономике определение объемов, направлений, резервов и эффективности капитальных вложений предприятия осуществляют самостоятельно. Выбор направлений капитальных вложений зависит от множества обстоятельств: инвестиционного климата в стране, производственно-технического состояния предприятий, кредитной политики, системы налогообложения, уровня развития нормативно-законодательной базы в сфере инвестирования и др.

Для повышения эффективности капитальных вложений большое значение имеет способ и порядок их финансирования. Существуют следующие основные методы обеспечения капитальных вложений денежными ресурсами: безвозвратный (финансирование), и возвратный (кредитование). Безвозвратное финансирование не регламентирует

возврат денежных средств в заранее установленные сроки, как правило, это бюджетные ассигнования, собственные и привлеченные средства инвесторов и средства, аккумулируемые в специальных внебюджетных фондах.

К основным принципам финансирования относятся следующие: прямой целевой характер, непрерывность, предоставление средств по мере выполнения контракта, безвозвратность предоставления, денежный контроль в процессе финансирования. Прямой характер финансирования предполагает предоставление средств на капитальные вложения непосредственно предприятиям и организациям. Целевой характер означает, что средства для финансирования предоставляются только на те объекты, по которым принято решение о их строительстве и имеется утвержденная проектно-сметная документация. Одним из важных принципов финансирования капитальных вложений является предоставление средств подрядным и другим организациям по мере выполнения контракта, т. е. проектные работы оплачиваются либо после полного завершения объекта, либо по отдельным этапам, либо по другим, установленным договором промежутков времени. Непрерывность процесса строительства приводит к необходимости обеспечения непрерывного финансирования.

Неотъемлемой частью финансирования является контроль целевого и эффективного использования средств, направленных банками и органами хозяйственного управления на капитальные вложения.

Особое значение контроль приобретает, когда финансирование капитальных вложений осуществляется за счет бюджетных и других централизованных источников средств.

Когда инвесторы осуществляют финансирование за счет собственных ресурсов, они являются заинтересованными лицами в эффективном использовании капитальных вложений, в такой ситуации у банков нет необходимости осуществлять контроль таких капиталовложений. Если инвесторы обращаются к банку с такой просьбой, то банк по отдельному договору на платной основе осуществляет контроль (проверяет качество проектно-сметной документации, осуществляет контрольный обмер выполненных работ, которые уже оплачены и т. п.).

Предоставление кредитов осуществляется на определенных условиях, в первую очередь – возвратности предоставленных средств в определенных размерах и в установленные сроки.

Предоставление долгосрочных кредитов на капитальные вложения банки, как правило, осуществляют на таких же принципах, как и при финансировании. Кроме принципа возвратности у кредитования обязательными условиями являются платность и обеспеченность кредита. Долгосрочное кредитование наиболее полно отвечает условиям рыночной экономики, по сравнению с безвозвратным финансировани-

ем. Условия срочности, возвратности, платности (уплаты процентов за пользование) требуют от заемщиков рационального использования ссуженных средств, правильного технико-экономического обоснования направлений их использования, что стимулирует режим экономии в процессе реализации кредитных ресурсов и позволяют осуществлять эффективный контроль окупаемости капитальных вложений.

1.3. Субъекты инвестиций, осуществляемых в форме капитальных вложений. Формы договорных отношений

При осуществлении инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений, субъектами инвестиционных отношений выступают инвесторы, заказчики и подрядчики, а также пользователи объектов капитальных вложений.

Капитальные вложения за счет собственных или привлеченных средств на территории России осуществляется на основе соответствующих нормативно-правовых актов РФ.

В качестве инвесторов выступают физические и юридические лица, объединения юридических лиц, которые создаются на договорных условиях о совместной деятельности и не имеют статус юридического лица, государственные и муниципальные органы, а также иностранные инвесторы, осуществляющие предпринимательскую деятельность.

Заказчики – физические и юридические лица, уполномоченные инвесторами на осуществление реализации инвестиционных проектов. Заказчики не должны вмешиваться в осуществление предпринимательской и (или) иной деятельности другими субъектами инвестиционной деятельности (если иное не обозначено условиями договора между ними).

В качестве заказчиков могут выступать сами инвесторы. Если заказчик не является инвестором, то согласно законодательства Российской Федерации он может быть наделен правом владения, пользования, распоряжения капитальными вложениями согласно срокам и полномочиям, установленным к договору или государственному контракте.

Подрядчиками являются физические и юридические лица, выполняющие работы по договору подряда или государственному контракту, которые заключаются с заказчиком. В соответствии с Гражданским кодексом РФ, у подрядчиков должна быть лицензия на осуществление ими соответствующих видов работ, подлежащих лицензированию в соответствии с федеральным законом.

Пользователями объектов капитальных вложений могут быть как физические, так и юридические лица, включая зарубежные, а также

государственные и муниципальные органы, иностранные государства, международные организации и объединения, для которых создаются объекты капитальных вложений. В качестве пользователей объектов капитальных вложений могут выступать и инвесторы.

Субъект инвестиционной деятельности имеет право совместить функции нескольких субъектов, если это предусмотрено в договоре или государственном контракте, который заключается между ними.

Отношения, связанные с инвестированием в форме капитальных вложений иностранными инвесторами на территории Российской Федерации, регулируются посредством международных договоров Российской Федерации, Гражданского кодекса РФ, Федеральных законов «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации», других федеральных законов и нормативно-правовых актов РФ.

Отношения между субъектами инвестиционной деятельности осуществляются на основе договора или государственного контракта, который они заключают друг с другом в соответствии с Гражданским кодексом РФ.

Решения, направленные на реализацию государственных капитальных вложений, органы государственной власти принимают в соответствии с нормативно-законодательной базой Российской Федерации. Порядок финансирования инвестиционных проектов за счет средств федерального бюджета определяет Правительство Российской Федерации, а порядок финансирования инвестиционных проектов за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации – органы исполнительной власти соответствующих субъектов РФ.

В соответствии с законодательством РФ, заказы на строительно-подрядные работы для государственных нужд из средств федерального бюджета или бюджетов субъектов Российской Федерации при реализации инвестиционных проектов, государственные заказчики размещают через проведение тендеров (конкурсов).

Муниципальные органы управления должны обеспечить необходимые условия для разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, которые реализуются ими за счет средств местных бюджетов, размещаемых на конкурсной основе. Все расходы, связанные с финансированием инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений муниципальными органами управления, должны быть заложены в соответствующий местный бюджет.

ТЕМА 2. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ

2.1. Экономическая сущность и виды инвестиций

В современных условиях эффективное функционирование и развитие экономики невозможно без инвестиций. Инвестиции оказывают непосредственное влияние на текущие и перспективные результаты хозяйственной деятельности за счет наращивания производственного потенциала и накопления фондов предприятий. Инвестирование необходимо осуществлять в эффективных формах, если средства будут израсходованы на приобретение морально устаревших средств производства или технологий, то не будет достигнут намеченный положительный экономический эффект. Если инвестиции используются нерационально, то это может привести к замораживанию ресурсов и, как результат, к сокращению объемов выпускаемой продукции. Следовательно, эффективное использование инвестиций имеет важное значение для экономики, поскольку увеличение объемов инвестиций без достижения соответствующего уровня их эффективности не вызовет стабильный экономический рост.

Термин «инвестиции» латинского происхождения (от *investire* – облачать), но в экономическую теорию и практику данное понятие пришло из английского языка (*to invest* – вкладывать). В широком понимании термин «инвестиции» применяют как вложение капиталов с целью последующего его увеличения.

Инвестиции могут реализовываться в следующих формах: денежная; натурально-вещественная (машины, оборудование и любое другое имущество, технологии, пай, акции, лицензии и имущественные права, интеллектуальная собственность, патенты); смешанная форма (сочетание двух других форм).

Как экономическая категория, инвестиции – это экономические отношения, возникающие в процессе расширенного воспроизводства и направленные на использование накапливаемой части создаваемых продуктов, с целью увеличить производственный и финансовый капитал предприятия и повысить его качество.

Инвестиции рассматривают с двух позиций:

1. Ресурсы (капитальные ценности).
2. Вложения (затраты).

Это объясняет экономическую сущность инвестиций, выступающих в качестве преобразования ресурсов в затраты для инвестирования кон-

кредитных объектов предпринимательской и других видов деятельности, способных приносить доход или получить другие полезные эффекты.

На макро- и микроэкономическом уровне роль инвестиций несколько различна.

На макроуровне инвестиции – основа осуществления расширенного воспроизводства, ускорения научно-технического прогресса, повышения качества и конкурентоспособности продукции, эффективного развития всех отраслей национальной экономики, а также социальной сферы, обеспечения в целом национальной безопасности государства.

На микроуровне инвестиции способствуют обеспечению стабильного функционирования предприятий, устойчивого финансового состояния и максимизации прибыли, росту конкурентоспособности выпускаемой продукции, выполняемых работ, оказываемых услуг и самого предприятия.

На макроэкономическом уровне роль инвестиций можно оценить исходя из следующих направлений:

- осуществление расширенного воспроизводства и обеспечение сбалансированности отраслей народного хозяйства;
- внедрение современных научно-технических достижений и повышение качества продукции;
- решение социальных задач общества;
- способствование охране окружающей природной среды;
- обеспечение национальной безопасности государства.

На микроэкономическом уровне роль инвестиций можно оценить на основе решения следующих задач:

- осуществление расширенного воспроизводства и улучшение его технического уровня;
- рост качества выпускаемой продукции;
- поддержание конкурентоспособности предприятий;
- получение дополнительной прибыли через осуществление финансовых инвестиций;
- проведение природоохранных мероприятий.

Все перечисленные направления можно детализировать, например, расширенное воспроизводство можно осуществлять путем внедрения новых технологий, повышения эффективности использования ресурсов предприятия, расширения сферы деятельности и др.

Для анализа инвестиционной деятельности на макро- и микроэкономическом уровне используют классификацию инвестиций по различным признакам. В экономической литературе существует несколько классификаций, различающихся по признакам и элементам классификации.

Большинство авторов выделяют следующие основные классификационные признаки, применяющиеся на практике:

- объекты вложений;
- цели инвестирования;

- период инвестирования;
- характер участия в инвестировании;
- формы собственности на инвестируемый капитал;
- уровень доходности;
- уровень инвестиционного риска;
- воспроизводственная направленность;
- источники привлечения капитала;
- степень зависимости от дохода;
- отношение к предприятию-инвестору.

По объектам вложения средств инвестиции могут быть *реальными, финансовыми и инвестициями в нематериальные активы*. В экономической литературе имеется множество подходов, определяющих сущность и структуру форм инвестиций по объектам сложения средств, их соотношение с другими классификационными группами инвестиций. В этой связи появляется необходимость в уточнении сущности и объектов реальных и финансовых инвестиций.

Под реальными инвестициями понимают совокупность вложений в реальные экономические активы, в качестве которых выступают материальные ресурсы и нематериальные активы. Материальными ресурсами является физический капитал и прочие материальные ценности, к нематериальным активам относят научно-техническую и интеллектуальную продукцию. Инвестиции, осуществляемые в форме капитальных вложений, являются важнейшей составляющей реальных инвестиций. В экономической литературе такие инвестиции еще определяют как «реальные инвестиции в узком смысле слова», или «капиталообразующие инвестиции».

В состав *финансовых инвестиций* включают вложение средств:

- в объекты тезаврации, (вложения в золото, серебро, другие драгоценные металлы, драгоценные камни и изделия из них, а также в предметы коллекционного спроса);
- в различные финансовые активы – ценные бумаги, паи и долевые участия, банковские депозиты и иностранные валюты (приобретение наличной валюты на валютной бирже – сделки “spot”), заключение фьючерсных контрактов; открытие банковского счета в иностранной валюте; покупка иностранной валюты в банке (для граждан).

Инвестициями в нематериальные активы являются вложения, связанные с подготовкой кадров или повышением квалификации персонала; разработкой товарных знаков; приобретением имущественных прав; приобретением лицензий, патентов на изобретения, свидетельств на промышленные образцы, прав на использование торговых знаков, ноу-хау, программных продуктов и других объектов интеллектуальной собственности. К инвестированию в нематериальные активы относят также приобретение права пользования землей и недрами,

различными природными ресурсами, а также иные имущественные права.

По цели инвестирования инвестиции могут быть *прямыми и портфельными*.

Под *прямыми инвестициями* понимают вложения в уставный капитал предприятия (фирмы, компании), при этом инвесторы имеют возможность непосредственно осуществлять контроль и управление данным предприятием. Целью прямых инвестиций является не только получение дохода, но и желание расширить сферу влияния, обеспечить будущие финансовые интересы.

Под *портфельными инвестициями* понимают вложения в экономические активы с целью получения дохода, образующегося в результате увеличения рыночной стоимости объектов инвестиций, а также в виде процентов, дивидендов, других платежей и диверсификации рисков. Как правило, портфельные инвестиции являются вложениями в приобретение принадлежащих различным эмитентам ценных бумаг, других активов.

По срокам вложений инвестиции могут быть *краткосрочными, среднесрочными и долгосрочными*. Краткосрочные инвестиции означают вложение средств на срок до одного года и направлены на получение дохода от перепродажи активов. Среднесрочными считаются инвестиции, которые вкладываются на срок от одного года до трех лет, а долгосрочными являются инвестиции на срок более трех лет.

По характеру участия в инвестициях принято выделять *прямые и непрямые (косвенные)* инвестиции.

Прямые инвестиции означают, что инвестор сам непосредственно участвует в инвестиционном процессе, определяя объект инвестирования и осуществляя финансирование конкретного инвестиционного проекта.

Непрямые (косвенные) инвестиции предполагают вложение средств инвесторами, физическими и юридическими лицами в ценные бумаги, выпускаемые финансовыми посредниками, которые размещают вложенные инвесторами средства в реализацию инвестиционных проектов по своему усмотрению, основываясь на прогнозах рентабельности того или иного инвестиционного проекта.

По формам собственности инвестируемого капитала деление происходит по правоотношениям собственности на инвестиции. В соответствии с российским законодательством можно выделить:

- *частные инвестиции* – средства, вложение которых осуществляют граждане и частные предприятия;
- *государственные* – средства, вложение которых осуществляют государственные органы власти и управления, государственные унитарные предприятия за счет соответствующих бюджетных средств, внебюджетных и других источников инвестирования;

- *муниципальные* – средства, вложение которых осуществляют муниципальные органы власти и управления, муниципальные унитарные предприятия.

Инвестируемый капитал может состоять в определенных долях из государственных или муниципальных и частных инвестиций, в этом случае инвестиции считаются *смешанными*.

По уровню доходности инвестиции могут быть:

- *высокодоходные инвестиции* – когда средства вкладываются в такие инвестиционные проекты, по которым планируемая величина доходности выше средней нормы прибыли на рынке инвестиций;

- *среднедоходные инвестиции* – когда средства вкладываются в такие инвестиционные проекты, по которым планируемая величина доходности находится на таком же уровне, как средняя норма прибыли на рынке инвестиций;

- *низкодоходные инвестиции* – когда средства вкладываются в такие инвестиционные проекты, по которым планируемая величина доходности ниже средней нормы прибыли на рынке инвестиций;

- *бездходные инвестиции* – когда средства вкладываются в такие инвестиционные проекты, по которым инвестор не планирует получение дохода (как правило, это проекты социального, экологического назначения и т. п.).

Инвестиционная деятельность – это деятельность, результаты которой заранее неизвестны, что связано с различными рисками на инвестиционном рынке. По *уровню инвестиционного риска* выделяют безрисковое, низкорисковое, среднерисковое и высокорисковое инвестирование, где критерием отнесения инвестиций в ту или иную группу является среднерыночный уровень риска.

Безрисковые инвестиции – связаны с вложением средств в такие объекты инвестирования, по которым риск потери основного капитала и ожидаемых доходов минимален, либо полностью отсутствует, соответственно по таким вложениям практически гарантирован реальный чистый инвестиционный доход.

Низкорисковые инвестиции – предполагают вложение капитала в такие объекты инвестирования, по которым уровень инвестиционного риска гораздо ниже среднерыночного.

Среднерисковые инвестиции – связаны с вложением средств в такие объекты инвестирования, по которым инвестиционный риск примерно соответствует среднерыночному уровню риска.

Высокорисковые инвестиции – предполагают вложение капитала в такие объекты инвестирования, где инвестиционный риск существенно превышает уровень среднерыночного риска. Особое место в группе высокорисковых инвестиций занимают так называемые «спекулятивные инвестиции», означающие вложение капитала в проекты с наибольшей

степенью риска, либо в инвестиционные инструменты с максимальным уровнем инвестиционной доходности.

По воспроизводственной направленности различают инвестиции валовые, реновационные и чистые.

Под *валовыми инвестициями* понимают весь объем капитала, который вкладывают в воспроизводство основных фондов и нематериальные активы в течение определенного периода. В экономической теории валовые инвестиции связывают в основном с капиталовложениями в реальный сектор экономики. На уровне предприятий под валовыми инвестициями часто подразумевают общий объем инвестируемого в конкретном периоде капитала.

Под *реновационными инвестициями* понимают тот объем капитала, который вкладывается в простое воспроизводство основных фондов и амортизируемые нематериальные активы. В количественном измерении объем реновационных инвестиций обычно приравнивают к сумме амортизационных отчислений за определенный период.

Чистые инвестиции – это капитал, инвестируемый в расширенное воспроизводство основных фондов и нематериальные активы. В экономической теории под чистыми инвестициями понимают процесс капиталообразования в реальном секторе экономики. В количественном выражении чистыми инвестициями является сумма валовых инвестиций, за минусом суммы амортизационных отчислений по всем амортизируемым капитальным активам предприятия за определенный период.

По региональной принадлежности источников привлечения капитала инвестиции подразделяют на отечественные и иностранные.

Отечественными инвестициями являются капиталовложения в различные объекты инвестирования на национальном уровне резидентами данного государства (домашними хозяйствами, предприятиями, государственными органами).

Иностранными инвестициями являются капиталовложения нерезидентов – юридических и физических лиц – в различные объекты инвестирования данного государства.

По степени зависимости от дохода выделяют производные и автономные инвестиции.

Производные инвестиции напрямую зависят от динамики величины чистой прибыли (дохода), которая перераспределяется на потребление и сбережение.

Автономные инвестиции – это вложение капитала под влиянием действия факторов, которые не связаны с формированием и распределением чистой прибыли. К таким факторам можно отнести технологический прогресс, необходимость осуществления природоохранных мероприятий и другие.

По отношению к предприятию-инвестору инвестиции могут быть внутренними и внешними.

Внутренние инвестиции предназначены для развития операционных активов самого предприятия-инвестора.

Внешними инвестициями считаются вложения капитала в реальные активы других предприятий или в финансовые инвестиционные инструменты, выпускаемые другими хозяйствующими субъектами, а не предприятием-инвестором.

По совместимости осуществления различают инвестиции независимые, взаимозависимые и взаимоисключающие.

Независимые инвестиции – это вложение капитала в такие инвестиционные объекты (инвестиционные проекты, финансовые инструменты), которые можно реализовать независимо от других объектов инвестирования, входящие в общую инвестиционную программу (инвестиционный портфель) предприятия.

Инвестиции считаются *взаимозависимыми*, если они направляются в такие объекты инвестирования, очередность реализации которых или их последующая эксплуатация взаимосвязана с другими инвестиционными объектами и может осуществляться только в комплексе с ними.

Взаимоисключающие инвестиции являются аналоговыми по цели их осуществления, применяемым технологиям, номенклатуре продукции и другим характеристикам и требуют альтернативного выбора.

В зависимости от *уровня ликвидности* инвестиции классифицируются на следующие основные виды:

- *высоколиквидные инвестиции* – это такие краткосрочные (в основном на срок до одного месяца) инвестиционные инструменты (объекты инвестирования), которые можно легко превратить в денежную форму (реализовать) без существенных потерь их текущей рыночной стоимости. К высоколиквидным инвестициям на предприятиях относятся краткосрочные финансовые инвестиции;

- *среднеликвидные инвестиции* – это такие объекты (инструменты) инвестирования, которые можно конвертировать в денежную форму без существенных потерь их текущей рыночной стоимости в срок от одного до шести месяцев;

- *низколиквидные инвестиции* – это такие инвестиционные инструменты (объекты инвестирования), которые можно превратить в денежную форму без потерь их текущей рыночной стоимости по истечении более длительного периода времени, как правило, от 1,5 лет и выше. К низколиквидным инвестициям на предприятии относятся акции отдельных малоизвестных предприятий, не котирующихся на фондовой бирже, незавершенные инвестиционные проекты, реализованные инвестиционные проекты с устаревшей технологией;

- *неликвидные инвестиции* – это такие виды инвестиций предприятия, которые нельзя реализовать самостоятельно, их можно продать на инвестиционном рынке только в составе целостного имущественного комплекса.

Представляется, что важным классификационным признаком является также *организационная форма инвестиций*.

По данному признаку различают инвестиционный проект и инвестиционный портфель.

Инвестиционный проект направлен на получение законченного объекта инвестиционной деятельности. По сути он представляет план, в котором обозначена целесообразность вложения инвестиций, объем, сроки реализации.

Инвестиционный портфель – совокупность нескольких объектов реальных и финансовых инвестиций, которая формируется в соответствии с инвестиционной стратегией предприятия и предназначена для реализации этой стратегии.

Такое деление существенно, поскольку применяется разное управление инвестициями, разные методы финансирования.

2.2. Субъекты и объекты инвестиционной деятельности

Инвестиционная деятельность состоит из разнородной совокупности общественных отношений в различных областях права. Правоотношения в инвестиционной деятельности представляют собой общественные отношения, которые возникают в процессе инвестирования и регулируются инвестиционным законодательством.

В рамках финансового права инвестиционные отношения приобрели некоторые особенности. Это связано с тем, что инвестиции являются особым видом финансов, представляющим собой собственные, заемные или привлеченные средства, которые аккумулируются инвестором с целью выполнения инвестиционной деятельности.

В качестве системного подхода к анализу инвестиционных отношений предполагается исследовать их элементный состав, раскрыть внутреннюю структуру и функциональные назначения структурных элементов, к которым относятся субъекты и объекты инвестиций, а также экономико-правовые отношения, связанные с движением инвестиций.

Инвестиционный процесс имеет все признаки системы, поскольку состоит из *субъектов* (инвесторов) и *объектов* инвестирования, взаимодействие которых направлено на получение инвестиционного дохода, и *инвестиционного рынка*, на котором субъекты и объекты взаимодействуют. Инвестиционный рынок является основным фактором, поскольку соединяет все остальные элементы в единую систему.

К субъектам инвестиционной деятельности относятся инвесторы, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности и др. Субъектами могут быть юридические и физические лица, иностранные и отечественные, индивидуальные, коллективные и институциональные инвесторы, инвестиционные институты, профессиональные участники рынка ценных бумаг, другие государства, а также международные организации.

Инвестор является центральной фигурой инвестиционного процесса, права и полномочия которого гораздо шире, по сравнению со всеми другими субъектами инвестиционных отношений. Различают государственных, частных, индивидуальных и коллективных инвесторов.

Инвесторы самостоятельно принимают решение о том, какие имущественные и интеллектуальные ценности направлять в объекты инвестирования – собственные, заемные или привлеченные. Инвесторы могут быть как вкладчиками, так и кредиторами, или покупателями, а также они могут выполнять функции любого из участников инвестиционной деятельности.

По отношению к источнику дохода, уровню доходности и риску инвестирования различают *консервативных, умеренных и агрессивных инвесторов*.

Консервативные инвесторы вкладывают средства, чтобы получить стабильный доход в течение длительного промежутка времени. При этом они вкладывают средства, как правило, в инвестиционные объекты с низким уровнем риска, обеспечивающим постоянный поток гарантированных платежей. У *умеренных инвесторов* основной целью является получение достаточного уровня дохода при среднем уровне риска. *Агрессивные инвесторы* стремятся к получению максимально высокого дохода по каждому инвестиционному вложению, без учета высокого уровня риска.

По организационной форме инвесторы могут быть *корпоративными, институциональными и индивидуальными* («розничными»). *Корпоративными* инвесторами являются различные предприятия, компании, фирмы. К *институциональным инвесторам* относят коммерческие банки, паевые и корпоративные инвестиционные фонды, кредитные союзы, страховые компании и общества, негосударственные пенсионные фонды и другие финансовые институты. Институциональные инвесторы осуществляют операции на финансовых рынках в интересах третьих лиц за их счет, либо за собственные средства, либо за счет привлеченных от других лиц финансовых активов (если это предусмотрено законодательством). Конечная цель их деятельности – получение прибыли или сохранение реальной стоимости финансовых активов. *Индивидуальными (частными) инвесторами* являются физические лица, использующие свои сбережения для инвестиций с целью получения дохода.

По цели инвестирования инвесторы могут быть *стратегическими и портфельными*.

Стратегические инвесторы стремятся захватить сферу влияния и установить контроль над предприятием путем покупки контрольного пакета акций, чтобы иметь большую долю в уставном капитале предприятия. Сохранение контроля над собственностью позволяет стратегическому инвестору извлекать более высокий доход по сравнению с другими акционерами, и расширять сферу влияния за счет слияния или поглощения других компаний.

Портфельные инвесторы вкладывают свой капитал в различные финансовые инструменты, чтобы диверсифицировать риски и получать приемлемый текущий доход, либо прирост капитала в будущем.

По принадлежности к резидентам или нерезидентам выделяют *национальных и иностранных* инвесторов, взаимоотношения которых на международном уровне имеют «диагональный характер»: иностранный инвестор выступает как частное лицо, а принимающей стороной является государство – публичное лицо.

Существует и такое понятие как *номинальный инвестор*.

Номинальным инвестором является владелец ценных бумаг, которые фактически принадлежат не ему, а банку, трастовой компании или другому учреждению, является держателем ценных бумаг по поручению клиентов-бенефициаров.

Заказчик как субъект инвестиционной деятельности, имеет необходимые полномочия, предоставленные ему инвестором, для осуществления реализации инвестиционного проекта или программы.

В качестве заказчика может выступать инвестор, любое физическое и юридическое лицо, но здесь требуются некоторые уточнения: если заказчиком является физическое лицо, то в этом случае инвестиционная деятельность приобретает статус предпринимательской деятельности. Поэтому, в качестве заказчика признаются такие хозяйствующие субъекты, для которых такая деятельность выступает как профессиональная.

Инвестор, составляя договор с заказчиком, устанавливает его компетенции, права и обязанности, а также пределы полномочий, и закрепляет их в договоре. Обязанностью заказчика является выполнение всех положений инвестиционного договора до момента выполнения инвестиционных целей проекта. Такими целями может быть окончание строительства нового объекта, включая его сдачу приемной комиссии, получение прибыли от эксплуатации реконструируемого объекта, от оборота ценных бумаг и т. д.

Заказчик обязан исполнять условия договора в пределах тех полномочий, которыми его наделил инвестор, он работает за вознаграждение, установленное по договору с инвестором. Он самостоятельно

исполняет принятые обязательства, не претендует на собственность инвестиционного объекта, создаваемого в рамках программы (если это не предусмотрено в качестве вознаграждения за выполнение обязательств). У заказчика нет полномочий по осуществлению надзора и контроля целевого использования инвестиционного объекта.

Роль *исполнителей работ* в инвестиционных правовых отношениях оценивают с позиции привлечения их для реализации инвестиционной программы или проекта, в котором предусмотрены отдельные задания, конкретные работы, предоставление услуг, поставка необходимых товаров, сырья, материалов.

У исполнителя работ полномочия значительно уже по сравнению с заказчиком, у которого имеются компетенции по координированию всего процесса реализации инвестиционной программы (проекта) до тех пор, пока будут достигнуты цели, поставленные инвестором. У исполнителя работ основной задачей является выполнение конкретных работ, которые зачастую носят промежуточный характер. Договор с исполнителем работ может заключать как инвестор, так и заказчик.

Пользователь становится субъектом инвестиционных правовых отношений тогда, когда эффективная эксплуатация самого объекта зависит от наличия лицензии, профессиональных знаний и опыта пользователя. Объект, созданный в результате инвестиционной программы, инвестор может передавать по договору пользователю, устанавливая при этом целевое использование объекта, распределение расходов на его содержание и прибыли, полученной от эксплуатации.

Особенность правового статуса пользователя заключается в том, что пределы его полномочий ограничиваются в рамках целевого использования (эксплуатации) инвестиционного объекта, при этом надзор и контроль соблюдения условий договора сохраняются за инвестором.

В качестве пользователя инвестиционного объекта может выступать государство, юридическое лицо, физическое лицо, осуществляющее предпринимательскую деятельность.

В зависимости от правового положения у инвестора есть возможность закрепить объект инвестирования за пользователем не только для целевого использования по договору, но и на правах осуществления хозяйственной деятельности или оперативного управления.

Государство – активный участник инвестиционной деятельности, поскольку может участвовать в инвестиционном процессе непосредственно через государственный сектор экономики, а также принимать косвенное участие через государственные институты (органы власти и местного самоуправления).

Как субъект инвестиционной деятельности, государство реализует свои функции посредством государственной инвестиционной политики.

В качестве *объектов* инвестиционной деятельности могут быть следующие активы: реальные (физические активы) – здания, сооружения, оборудование; финансовые (денежные активы); нематериальные. К объектам инвестиционной деятельности могут быть отнесены вновь создаваемые и модернизируемые основные средства, научно-техническая продукция, депозитные вклады, ценные бумаги, имущественное право, право на объекты интеллектуальной собственности и т. д.

Объекты инвестиций носят двойственный характер. С одной стороны, они являются инвестиционными ресурсами, отражающими величину дохода, не использованного на потребление; с другой стороны, инвестиции являются вложениями в объекты производственно-хозяйственной деятельности, направленные на увеличение стоимости капитала.

В состав ресурсов, (имущественных и интеллектуальных ценностей), которые вкладываются в предпринимательскую и другую деятельность, включают следующие виды инвестиций:

- денежные средства;
- финансовые инструменты, в качестве которых могут быть депозитные вклады, различные виды ценных бумаг, паи, акции;
- материальные активы;
- нематериальные активы.

Таким образом, инвестиционные ресурсы могут существовать не только в денежной и материальной формах, но и иметь форму имущественного права и других ценностей. При этом, независимо от принимаемой формы, инвестиционные ресурсы составляют единое целое по своей экономической сущности и представляют собой аккумулированные средства, предназначенные для накопления.

С точки зрения затрат, инвестиции характеризуют направления вложений и выступают в качестве объектов инвестиционной деятельности, включающих:

- объекты основного и оборотного капитала;
- различные виды ценных бумаг и целевых денежных вкладов;
- объекты нематериальных активов.

Процесс расширенного воспроизводства предполагает цикличность инвестиций, постоянную трансформацию инвестиционных объектов, которая отражает двойственный характер воспроизводственного процесса: ресурсы преобразуются в инвестиции, реализация которых способствует формированию дохода, являющегося источником инвестиционных ресурсов следующего цикла, и т. д.

К объектам интеллектуальной собственности относят открытия, патенты, лицензии, изобретения и т. п. Интеллектуальная собственность включается в нематериальные активы по условной стоимости.

Основными характерными чертами этих объектов являются следующие: отсутствие вещественно-материальной (физической) формы; возможность использования длительный период времени; способность давать предприятию имущественные выгоды; высокая неопределенность, связанная с размерами будущей прибыли от использования этих объектов.

В мировой практике объектами нематериальных активов являются и такие категории, как гудвил и франшиза. *Гудвил* – это цена фирмы, включающая совокупность факторов, которые позволяют определить преимущества данной фирмы по сравнению с другими. К таким факторам относят профессионализм и качество управления, деловую репутацию, наличие связей, состояние рекламы и др. В определенной мере гудвил определяет имидж предприятия. *Франшиза* является конкретным соглашением, согласно которому собственник торговой марки, торгового знака, авторских прав позволяет другим фирмам использовать их в своей деятельности, при условии заключения договора и за соответствующую плату.

Что касается иностранных инвестиций, то они состоят из аналогичных объектов, если это не противоречит законодательству Российской Федерации.

Необходимо различать понятия «инвестиции» и «объекты инвестиционной деятельности», поскольку инвестиции предполагают процесс вложения инвестиционного капитала, а объект – это направление инвестиционных вложений. Один и тот же вид инвестиционных ценностей может быть и в качестве инвестиционного капитала, и в качестве объекта инвестирования (инвестиционного товара).

В современной структуре инвестиций финансовые активы значительно преобладают над материальными инвестициями, при этом в структуре финансовых активов наибольший удельный вес занимают различные виды ценных бумаг и краткосрочных обязательств.

2.3. Инвестиционная деятельность. Характеристика инвестиционной деятельности банков и организаций

В современной экономике понятие «инвестиционная деятельность» имеет различные трактовки. Закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации» определяет инвестиционную деятельность как «...вложение инвестиций, или инвестирование, и совокупность практических действий по реализации инвестиций». В Федеральном законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» инвестиционная деятельность определена как «...вложение инвестиций и

осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта».

Таким образом, *инвестиционная деятельность* – это целенаправленная деятельность инвесторов (субъектов инвестиций – одного лица или совокупности лиц), направленная на подготовку, планирование и осуществление вложений материальных и нематериальных активов (средств инвестиций) в различное имущество, неимущественные ценности, а также в новую предпринимательскую и иную деятельность, капитал, долю участия в юридических лицах, другие инвестиционные объекты, с целью достижения социально-экономического эффекта и создания общественно значимого потенциала за счет тех или иных источников.

Инвестиционную деятельность можно рассматривать как предпринимательскую деятельность, поскольку для нее характерны основные признаки предпринимательства: самостоятельность, инициативность, системность, законность, имущественная ответственность, договорной характер отношений, риск. Несмотря на общие черты предпринимательской и инвестиционной деятельности, инвестиционная деятельность обладает своей спецификой, которая заключается в том, что инвестирование в объекты предпринимательской деятельности осуществляется с целью получения прибыли от использования и эксплуатации этих объектов в будущем. Инвестиционная деятельность может носить как длительный, так и разовый характер, а так же это может быть и самостоятельная профессиональная предпринимательская деятельность.

В качестве субъектов инвестиционной деятельности выступают физические и юридические лица (резиденты и нерезиденты), включая иностранных инвесторов, а также государства и международные сообщества.

К основным принципам инвестиционной деятельности относят: добровольный характер инвестирования; равные права участников; защита инвестиций; невмешательство государственных органов РФ, субъектов Федерации и муниципальных органов власти в инвестиционную деятельность, осуществляемую в соответствии с законом; соблюдение прав и интересов всех участников инвестиционной деятельности при ее осуществлении.

Законодательство регулирует отношения по поводу приостановления и прекращения инвестиционной деятельности. Приостановить или прекратить инвестиционную деятельность можно только по решению инвестора либо правомочных государственных органов (суда). Если инвестор выносит решение о прекращении инвестиционной деятельности, то он обязан возместить убытки (если таковые имеются) другим участникам инвестиционной деятельности, в том числе и упущенную выгоду.

По содержанию инвестиционную деятельность классифицируют следующим образом:

- *прямая* – вложение средств непосредственно в производственную деятельность (выпуск товаров, работ, услуг), а также в строительство или реконструкцию объекта;
- *ссудная* – предоставление займов и кредитов. Интерес инвестора при предоставлении займов и кредитов заключается, в основном, в периодическом получении прибыли, складывающейся из процентных платежей за пользование кредитными ресурсами, обозначенных в соответствующих договорах.
- *портфельная* – приобретение различных видов ценных бумаг, при этом инвестор не участвует в управлении предприятием, а лишь получает дивиденды на вложенный капитал.

В инвестиционной деятельности различают *реальное и финансовое инвестирование, инвестирование в имущественные права и интеллектуальные ценности.*

К *реальному инвестированию* относят инвестирование в материальной форме, т. е. вложения, направленные непосредственно на производство продукции, работ, услуг, приобретение товарно-материальных ценностей, а также инвестиции в другое движимое и недвижимое имущество. Эти инвестиции предполагают участие инвесторов в управлении предприятием, компанией, организацией, корпорацией, холдингом и т. д.

Финансовое инвестирование состоит из вложений в инвестиционные объекты денежных и иных средств; целевых банковских вкладов и вложений в ценные бумаги (портфельное инвестирование); предоставления займов, кредитов (ссудное инвестирование), предполагающее получение дохода на вложенный капитал.

В современных экономических условиях сложилась такая ситуация, что банковский сектор располагает наибольшими инвестиционными возможностями.

У банковского сектора имеются инвестиционные преимущества, поскольку исключительно у банков имеется уникальная возможность путем привлечения временно свободных денежных средств осуществлять кредитную эмиссию, а также перераспределять эти средства по каналам денежно-кредитной системы. В инвестиционную деятельность банков включается не только осуществление инвестиций, но и проведение необходимых мер и действий по прибыльной реализации инвестиционных вложений, либо получению иного положительного эффекта (социального, экологического и т. п.).

Банковские инвестиции – это вложения ресурсов банка в ценные бумаги на кратко- или долгосрочный период, направленные на получение явного, либо косвенного дохода.

Явным или прямым доходом от инвестирования считается прибыль в виде дивидендов, процентов и т. д.

Косвенными доходами считается это укрепление конкурентных преимуществ банка, повышение имиджа и т. д. Реализуется это через получение контрольного пакета акций какой-либо компании, что одновременно позволяет банку контролировать управление этой компании.

Объектами инвестирования у банков являются различные виды ценных бумаг, вновь создающиеся или модернизируемые оборотные или основные средства, интеллектуальная собственность, депозитные вклады и др.

Основными направлениями инвестиционной деятельности банков являются:

- выдача кредитов на инвестиционные цели;
- приобретение ценных бумаг, паев, долей;
- высвобождение средств для инвестирования путем поиска в структуре активов банка свободных ресурсов, как банковских, так и средств вкладчиков, с целью их дальнейшего использования инвестиционной деятельности.

Осуществляя инвестиционную деятельность, банк, как правило, оказывает следующие услуги:

1) пополняет объем наличных средств, осуществляя эмиссию ценных бумаги и размещая их на фондовом рынке;

2) выступает в роли брокера или дилера, осуществляя посреднические услуги, связанные с поиском покупателей и продавцов на конкретные ценные бумаги.

Осуществляя инвестиционную деятельность, каждый коммерческий банк определяет для себя основные и второстепенные цели, которые предусматриваются в инвестиционной стратегии банка.

Основные цели банковского инвестирования следующие:

- обеспечить безопасность собственных вложений;
- обеспечить приемлемый или запланированный уровень доходности собственных инвестиций;
- поддержать увеличение объема собственных вложений;
- поддержать достаточный уровень ликвидности собственных инвестиций.

Инвестиционная деятельность предприятия преследует несколько целей – такие задачи и мероприятия, которые необходимы к реализации для достижения коммерческого успеха в бизнесе.

Когда поставленные цели четко обозначены, они служат хорошей основой, позволяющей эффективно развивать инвестиционную деятельность предприятия как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде.

Предприятие для получения желаемых результатов ставит соответствующие стратегические цели инвестиционной деятельности, кроме того, для достижения результатов необходимо отслеживать динамику показателей инвестиционной деятельности и их эффективность.

Для формирования стратегических целей инвестиционной деятельности предприятию необходимо решить следующие задачи:

- при определении целей инвестиционной деятельности, предприятие должно формулировать их так, чтобы каждая цель была стимулом для реализации других целей. Для этого необходимо выделить главную и сопутствующие цели;

- постановка целей инвестиционной деятельности требует обеспечение однозначности их понимания всеми менеджерами компании, что может быть достигнуто при помощи установления определенного стратегического периода, установления одной системы единиц измерения и другое. Это обеспечит ясность понимания целей всеми участниками инвестиционной деятельности;

- у любой цели инвестиционной деятельности, поставленной предприятием, должен быть необходимый уровень гибкости, чтобы обеспечить своевременную корректировку всех целей при появлении возможных изменений во внешнем или внутреннем инвестиционном потенциале;

- каждая цель инвестиционной деятельности предприятия должны быть подвержена планированию, поэтому любую стратегическую цель предприятия необходимо выразить в конкретных количественных показателях;

- инвестиционные цели должны быть связаны с главными производственными целями, которые, как правило, в первую очередь должны быть направлены на увеличение прибыли;

- любая инвестиционная цель должна быть направлена на стимулирование предприятия к достижению запланированного результата и наиболее полному и эффективному использованию своих инвестиционных возможностей для этого;

- поставленные предприятием цели должны быть реально достижимыми, поэтому необходимо проводить оценку внутреннего инвестиционного потенциала, а также анализировать внешнюю инвестиционную среду.

Поскольку реализация различных целей инвестиционной деятельности дает различный эффект для организации, их классифицируют следующим образом:

- экономические цели – связаны с получением дохода или другой финансовой выгоды;

- не экономические цели – направлены на увеличение престижа компании, решение социальных задач и т. д.

В зависимости от направления деятельности инвестиционные цели разделяют на следующие виды:

- реальные – связаны с развитием производства и зависят от отраслевой направленности инвестиций и их региональной принадлежности;
- финансовые – направлены на формирование портфеля финансовых инвестиций и связаны с покупкой определенной доли или контрольного пакета акций сторонней организации;
- создание инвестиционных ресурсов – направлено на образование, определение параметров и стоимости инвестиционных ресурсов предприятия.

По объектам управления цели инвестиционной деятельности могут быть основными, что определено в инвестиционной стратегии предприятия, и индивидуальными – для отдельных хозяйствующих субъектов предприятия, направленными на развитие и поддержку эффективности отдельных объектов предприятия в его общей структуре.

По объектам направленности цели инвестиционной деятельности предприятия различают следующим образом:

- внешние – определяют направление внешних инвестиций организации и позволяют дать оценку ожидаемым результатам от вложений;
- внутренние – направлены на решение внутренних, наиболее острых проблем предприятия, таких как социальные проблемы работающего персонала, усиление операционного потенциала компании, что необходимо для развития собственного производства.

Все цели инвестиционной деятельности ранжируются по степени важности для предприятия:

- главная цель инвестиционной деятельности – увеличить капитализацию и благосостояние предприятия и его собственников;
- сопутствующие цели предназначены, в первую очередь, для реализации главной цели;
- второстепенные цели – все цели экономической и не экономической направленности.

По направлению производственного процесса различают следующие цели инвестиционной деятельности:

- стратегические – способствуют развитию предприятия, увеличению его активов, прибыли и капитализации;
- реконструкционные – цели, связанные с заменой, реконструкцией или усовершенствованием объектов производства, исчерпавших свой срок эксплуатации.

У всех инвесторов имеются равные права по осуществлению инвестиционной деятельности. Российским законодательством не запре-

щено осуществлять вложение имущества и имущественных прав в инвестиционные объекты, это является неотъемлемым и охраняемым законом правом инвестора. Инвестор самостоятельно определяет объемы, направления, формы и виды инвестиций, он по своему усмотрению заключает договоры с физическими и юридическими лицами (преимущественно на конкурсной основе, включая договоры подряда), необходимыми ему для реализации инвестиций.

2.4. Инвестиционная политика государства и предприятия

Одним из важнейших рычагов, воздействующим на активность предпринимательской деятельности хозяйствующих субъектов, а также на экономику страны является инвестиционная политика, как составная часть экономической политики государства. Опираясь на инвестиционную политику, государство воздействует на темпы роста объемов производства, ускорение научно-технических достижений, изменение структуры общественного производства, а также решает различные социальные проблемы.

Инвестиционная политика государства – это комплекс целенаправленных мероприятий, проводимых государством, направленных на создание благоприятных условий всем хозяйствующим субъектам с целью активизировать инвестиционную деятельность, обеспечить подъем экономики и повышение эффективности производства, что в свою очередь позволит решить многие социальные проблемы.

Инвестиционная политика государства по своей структуре сложна и многопланова, ее содержание классифицируют по следующим параметрам:

- 1) характер проблем и основательность их решения (стратегия и тактика);
- 2) направления государственной деятельности: прогнозирование, программирование, нормотворчество, госзакупки и госзаказы на инвестиционные товары, финансовое и кадровое обеспечение инвестиционного комплекса и т. д.;
- 3) источник и характер властных полномочий (федеральный, региональный, местный уровень);
- 4) секторы, сферы и отрасли экономики (государственный и частный сектор, материальное производство и непроектная сфера, промышленность, сельское хозяйство и другие отрасли);
- 5) методы регулирования (прямые и косвенные, административные и рыночные);
- 6) инструменты воздействия (нормативные, бюджетные, внебюджетные).

Государство, регулируя инвестиционную деятельность, *выполняет следующие функции*:

- установочная (целеполагающая);
- мобилизующая;
- стимулирующая;
- контролирующая.

Суть *установочной функции* государства состоит в том, чтобы определить стратегические цели и приоритеты, выполнить постановку задач инвестиционной политики в предстоящем периоде. При формировании структуры целей и приоритетов, предполагается проведение анализа результатов, с целью выявления первоочередных социально-экономических и политических проблем и определения наиболее действенных мероприятий государства по их решению.

Мобилизующая функция государства проявляется в поиске источников инвестиционных ресурсов и возможностей их привлечения для реализации задач, поставленных государством. Выполнение этой функции взаимосвязано с распределением и перераспределением инвестиционных ресурсов между структурными подразделениями национальной экономики. Для осуществления этой функции используют такие инструменты, как налогообложение, денежно-кредитная и бюджетная политика, амортизационные отчисления, регулирование внебюджетных фондов.

Целью *стимулирующей функции* государства является качественное и быстрое решение основных приоритетных задач инвестиционной политики. Эта функция находит свое отражение через налоговые и финансовые льготы (субсидии, субвенции, дотации), кредитную и процентную политику, создание оффшорных зон и т. д.

Контрольная функция направлена на контроль государством соблюдения субъектами хозяйствования, осуществляющими экономическую деятельность, нормативно-законодательных актов, установленных государством в области инвестиционной деятельности. Государственный контроль осуществляют уполномоченные органы контроля и управления различных уровней.

Система мер государственной инвестиционной политики направлена на стимулирование инвестиционной активности и формирование благоприятного для инвестирования климата. Чтобы достичь большего эффекта от инвестиций, привлекают дополнительные источники инвестирования и создают единые государственные стандарты.

Модернизация экономики – основная стратегическая цель инвестиционной политики государства. Государство участвует в инвестиционной политике как прямо, так и косвенно.

Государственная инвестиционная политика базируется на следующих принципах:

1. Децентрализация инвестиционного процесса путем развития разнообразных форм собственности и усиления роли различных источников средств, направляемых на финансирование инвестиционных проектов.

2. Переход от бесплатного государственного бюджетного финансирования, используемого в качестве поддержки процессов инвестирования субъектами рыночной деятельности, на банковское кредитование на принципах возвратности и платности.

3. Размещение на конкурсной основе ограниченных централизованных капитальных вложений в строгом соответствии с федеральными и региональными целевыми программами.

4. Усиление государственного контроля целевого использования бюджетных средств.

5. Расширение совместного финансирования государством и бизнесом инвестиционных проектов с быстрым сроком окупаемости.

6. Борьба с инфляцией и понижение процентных ставок по долгосрочным кредитам.

7. Совершенствование законодательной базы в сфере инвестирования, в части реформирования налоговой системы, развития рынка ценных бумаг, стимулирования сбережений населения и уменьшения инвестиционных рисков.

Государственное регулирование инвестиционной деятельности осуществляют органы государственной власти на всех уровнях и местного самоуправления.

Инвестиционная деятельность, осуществляемая в форме капитальных вложений, регулируется государством в *форме* прямого его участия в инвестиционной деятельности и путем создания государством благоприятного климата для развития инвестиционной деятельности.

При *прямом участии* государства в инвестиционной деятельности осуществляется:

- разработка, утверждение и финансирование инвестиционных проектов, реализуемых совместно с зарубежными государствами, а также инвестиционных проектов, которые финансируются за счет средств федерального или регионального бюджета;

- формирование перечня строящихся и технически перевооружаемых объектов для государственных нужд и их финансирование за счет средств федерального бюджета;

- предоставление за счет средств федерального бюджета государственных гарантий по инвестиционным проектам на конкурсной основе;

- размещение на конкурсной основе средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов РФ для финансирования инвестиционных проектов;

- проведение экспертизы инвестиционных проектов;

- защита российского рынка от поставок морально устаревшей техники и технологий, оборудования и т. д.;
- разработка и утверждение стандартов, норм и правил, осуществление контроля их выполнения и т. д.

Благоприятные условия для развития инвестиционной деятельности могут быть созданы путем:

- совершенствования налоговой системы, механизма расчета амортизационных отчислений и их использования;
- установления для всех субъектов инвестирования льготного налогового режима, стимулирующего инвестиции;
- защиты интересов инвесторов;
- предоставления субъектам инвестиционной деятельности льгот на пользование землей и другими природными ресурсами в соответствии с законодательством РФ;
- развития и расширения информационно-аналитических центров, осуществляющих рейтинговую оценку инвесторов и других субъектов инвестиционной деятельности и публикацию результатов на регулярной основе;
- проведения антимонопольной политики;
- развития финансового лизинга;
- осуществления переоценки основных фондов в соответствии с темпами инфляции;
- создания условий для формирования субъектами инвестирования собственных инвестиционных фондов.

Для влияния на инвестиционную активность государство может использовать различные рычаги: кредитно-финансовую и налоговую политику; предоставление разнообразных налоговых льгот для предприятий, которые направляют инвестиции на реконструкцию и техническое перевооружение производства; амортизационную политику; создание благоприятных условий для привлечения иностранных инвестиций; научно-техническую политику и т. д.

Разрабатывая инвестиционную политику, предприятие должно учитывать следующие принципы:

- 1) инвестиционная политика должна быть нацелена на выполнение стратегических планов предприятия и его финансовой устойчивости;
- 2) необходим учет уровня инфляции и факторов риска;
- 3) инвестирование должно быть экономически обосновано и целесообразно;
- 4) структура портфельных и реальных инвестиций должна быть сформирована оптимально;
- 5) инвестиционные проекты необходимо ранжировать, учитывая их важность, последовательность реализации сообразно имеющимся ресурсам и с учетом привлечения внешних источников;

б) следует выбирать надежные и наиболее дешевые источники и методы финансирования инвестиций.

Долгосрочные цели развития предприятия определяют его инвестиционную деятельность, поэтому ее необходимо осуществлять в соответствии с разработанной инвестиционной политикой. Инвестиционная политика должна быть сформирована как самостоятельная часть в составе общей финансовой стратегии предприятия. Инвестиционная часть финансовой стратегии является основной, поскольку от нее зависит реализация как финансовой, так и корпоративной стратегии предприятия. Если инвестиционная политика предприятия реализуется не полностью, или не эффективно, то под угрозой оказывается вся стратегия развития предприятия.

Инвестиционная политика предприятия, которая заключается в выборе и реализации наиболее эффективных форм инвестирования, является составной частью общей финансовой стратегии предприятия. Целью реализации инвестиционной политики является обеспечение высоких темпов развития предприятия, постоянного роста его капитализации и рыночной стоимости.

Разработка общей инвестиционной политики предприятия состоит из следующих основных этапов:

1. Анализируют инвестиционную деятельность предприятия за предшествующий период.
2. Исследуют и учитывают условия внешней инвестиционной среды, а также конъюнктуру инвестиционного рынка.
3. Принимают в расчет стратегические цели развития предприятия, обеспечиваемые планируемой инвестиционной деятельностью.
4. Обосновывают тип инвестиционной политики предприятия, учитывая цели вложения капитала и уровень рисков.
5. Формируют инвестиционную политику предприятия в соответствии с основными направлениями инвестирования.
6. Формируют инвестиционную политику предприятия в отраслевом и региональном разрезе.
7. Взаимовызывают и согласовывают основные направления инвестиционной политики предприятия.

При *анализе инвестиционной деятельности предприятия за предшествующий период* основной целью становится необходимость всесторонне оценить внутренний инвестиционный потенциал предприятия и эффективность его инвестиционной деятельности.

На первой стадии анализа изучают динамику общего объема инвестиционной деятельности предприятия на каждом отдельном этапе рассматриваемого периода, сопоставляют темпы его изменения с темпами изменения таких показателей, как операционные активы, собственный капитал и объемы реализации продукции.

На следующей стадии анализируют соотношение таких показателей, как объемы реальных и финансовых инвестиций предприятия. Динамика темпов изменения этих показателей сопоставляется между собой, рассчитывается удельный вес каждого направления инвестирования, исследуется их влияние на развитие предприятия.

Третья стадия охватывает анализ уровня диверсификации инвестиционной деятельности предприятия по отраслевому и региональному признаку, с определением степени его соответствия отраслевой и региональной политике развития и операционной деятельности.

Четвертая стадия анализа связана с расчетом эффективности инвестиционной деятельности предприятия за рассматриваемый период. Для этого используют систему показателей рентабельности инвестиционной деятельности, как в целом, так и по направлениям инвестирования. Далее сравнивают эти показатели с уровнем рентабельности активов и собственного капитала, рассчитывают показатели оборачиваемости инвестиционных ресурсов. С помощью методов факторного анализа устанавливают, как влияют отдельные показатели эффективности инвестиционной деятельности на изменение рыночной стоимости предприятия.

При исследовании условий внешней инвестиционной среды и конъюнктуры инвестиционного рынка изучают:

- инвестиционный климат – т. е. общие правовые основы для осуществления инвестирования и по отдельным формам инвестиционных вложений;
- текущую конъюнктуру инвестиционного рынка в совокупности с определяющими ее факторами;
- прогноз ближайших конъюнктурных изменений на инвестиционном рынке по отдельным его сегментам, связанным с деятельностью предприятия.

При исследовании рыночной инвестиционной конъюнктуры необходимо учитывать, что инвестиционный рынок складывается как из элементов финансового рынка – рынка ценных бумаг, денежного рынка, рынка золота и других драгоценных металлов, так и из отдельных частей рынка объектов реальных инвестиций.

Внешнюю инвестиционную среду и конъюнктуру инвестиционного рынка следуют при помощи методов стратегического, фундаментального и технического анализа.

Учет стратегических целей развития предприятия, обеспечиваемых его предстоящей инвестиционной деятельностью.

Характер целей корпоративной и финансовой стратегий предприятия, которым необходима инвестиционная поддержка, обычно рассматривают в системе стратегических целей инвестиционной деятельности, что отражается в инвестиционной политике предприятия. При

этом учитывают, что одним из объективных факторов, определяющих направленность инвестиционной политики предприятия, является стадия жизненного цикла предприятия, в которой оно находится в данный момент времени.

На этапе *обоснования типа инвестиционной политики с учетом целей вложения финансовых ресурсов и уровня риска* необходимо определить целевую функцию инвестиционной деятельности предприятия с точки зрения оптимального соотношения уровня ее доходности с риском. Критерии данного соотношения базируются на общей политике финансового управления предприятием, входящей в состав его стратегического плана.

Теория финансового менеджмента с учетом рискованных предпочтений инвестора выделяет следующие типы инвестиционной политики предприятия: *консервативная, умеренная и агрессивная*.

При проведении *консервативной* инвестиционной политики приоритетной целью является минимизация инвестиционных рисков.

Используя *умеренную* (компромиссную) инвестиционную политику, выбирают такие объекты инвестирования, по которым такие показатели, как текущая доходность, темп роста капитала, уровень риска максимально приближены к среднерыночным значениям.

Агрессивная инвестиционная политика проводится с целью максимизации текущей доходности от инвестиций в краткосрочной перспективе.

При выборе того или иного типа инвестиционной политики предприятия с учетом рискованных предпочтений его собственников и менеджеров принимают во внимание следующие факторы:

- финансовую философию предприятия;
- избранный тип корпоративной и финансовой стратегии предприятия;
- наличие альтернативных инвестиционных инструментов для капиталовложений, а также соответствующих реальных инвестиционных проектов;
- финансовое состояние предприятия.

На этапе *формирования инвестиционной политики предприятия по основным направлениям инвестирования* определяют соотношение объема реальных и финансовых инвестиций, оптимизация которого основана на учете следующих основных объективных внешних и внутренних факторов:

1. *Функциональной направленности деятельности предприятия* – существенно влияет на пропорции объемов реальных и финансовых инвестиций. Предприятия, относящиеся к институциональным инвесторам, свою инвестиционную деятельность осуществляют в основном на фондовых рынках. Основное направление их инвестиционной

деятельности в долгосрочной перспективе – приобретение акций, облигаций, сберегательных и депозитных сертификатов и других фондовых ценностей. Доля реальных инвестиций у институциональных инвесторов может изменяться только в рамках, установленных законодательством по каждой группе таких инвесторов.

В то же время предприятия, осуществляющие производственную деятельность, преимущественно используют реальное инвестирование, например, в форме капитальных вложений, покупки объектов приватизации и т. п. Реальные инвестиции позволяют предприятиям-производителям совершенствовать производство, выпускать новую продукцию, осваивать дополнительные товарные и региональные рынки, и за счет этого развиваться более высокими темпами. Финансовое инвестирование такие предприятия осуществляют, как правило, на краткосрочной основе, либо они вкладывают временно свободные денежные средства, чтобы установить контроль (влияние) деятельности отдельных предприятий (это могут быть предприятия-партнеры, предприятия-конкуренты и т. п.).

2. *Стадии жизненного цикла предприятия*, определяющей потребность и возможность выбора различных направлений инвестирования. Так, на ранних стадиях («детство», «юность», «ранняя зрелость»), подавляющий удельный вес инвестиционных вложений предприятия осуществляют в реальной форме в целях развития своей деятельности. Только на стадии «окончательной зрелости» предприятие может позволить себе существенно расширить долю финансового инвестирования.

3. *Размеров предприятия*, опосредованно влияющих на соотношение доли реального и финансового инвестирования через объемы формирования инвестиционных вложений. Небольшие и средние предприятия, у которых ограничен свободный доступ к заемным финансовым ресурсам, имеют некоторые сложности, связанные с формированием «критической массы инвестиций», которая обеспечивает необходимый уровень рентабельности производственно-хозяйственной деятельности. Поэтому небольшие и средние предприятия концентрируют свою инвестиционную деятельность преимущественно на реальных инвестициях, поскольку для осуществления финансового инвестирования у них нет достаточного объема средств. В то же время крупные предприятия имеют свободный доступ к внешним источникам финансирования и более высокий уровень финансовой гибкости, что позволяет им в широких масштабах осуществлять финансовое инвестирование.

4. *Характера стратегических изменений операционной деятельности*, определяющих различную цикличность формирования и использования инвестиционных ресурсов. В экономической литературе

выделяют такие принципиальные характеристики, связанные со стратегическими изменениями операционной деятельности предприятия, как постепенные и прерывистые изменения. Постепенные стратегические изменения связаны с внутренней динамикой операционной деятельности и относительно незначительными объемами ее прироста в разрезе отдельных интервалов стратегического периода. Прерывистые (скачкообразные) стратегические изменения означают существенное отклонение объемов операционной деятельности от традиционных параметров роста.

Если стратегические изменения операционной деятельности происходят постепенно, то сформированные предприятием инвестиционные ресурсы расходуются, как правило, в пределах каждого интервала стратегического периода на реальное инвестирование. В таких условиях финансовое инвестирование осуществляется в небольшом объеме и носит краткосрочный характер. Прерывистые стратегические изменения операционной деятельности позволяют предприятиям накапливать значительные объемы временно свободных инвестиционных ресурсов, которые могут быть задействованы в процессе кратко- и долгосрочного финансового инвестирования.

5. *Прогнозируемой ставки процента на финансовом рынке*, оказывающей влияние на изменение соотношений реальных и финансовых инвестиций предприятия через механизм формирования нормы чистой инвестиционной прибыли. При осуществлении реального инвестирования увеличение процентной ставки приводит к соответствующему снижению нормы чистой инвестиционной прибыли, поскольку увеличивается стоимость привлеченных инвестиционных ресурсов (при прочих равных условиях). При осуществлении финансового инвестирования наблюдается противоположный эффект: увеличение процентной ставки по большинству финансовых инструментов приводит к росту нормы чистой инвестиционной прибыли.

6. *Прогнозируемого темпа инфляции*, оказывающего влияние на изменение соотношения реальных и финансовых инвестиций на предприятии. Это связано с различным уровнем защищенности объектов инвестирования от действия инфляции. У реальных инвестиций имеется высокий уровень защиты от инфляции, поскольку цены на объекты реального инвестирования, как правило, возрастают в том же соотношении, что и темпы инфляции. В то же время уровень защиты от инфляции большей части инвестиционных инструментов очень слаб, так как из-за инфляции происходит обесценивание не только размера прогнозируемой инвестиционной прибыли, но и стоимости самих инвестиционных инструментов, которые подлежат последующему погашению. Следовательно, при прогнозируемом росте темпов инфляции

удельный вес реальных инвестиций будет возрастать, а при прогнозируемом снижении темпов инфляции будет возрастать удельный вес финансовых инвестиций предприятия.

Принимая во внимание эти факторы, при формировании инвестиционной политики необходимо дифференцировать долю различных направлений инвестирования по отдельным периодам времени.

Формирование инвестиционной политики предприятия отраслевой направленности – наиболее сложная задача при формировании инвестиционной политики предприятия.

При ее разработке необходим последовательный подход к прогнозированию инвестиционной деятельности, скоординированный с общими целями корпоративного стратегического развития предприятия.

Первая стадия разработки предполагает исследование целесообразности диверсификации и концентрации инвестиционной деятельности по отраслям. Обычно начальная деятельность предприятия связана с необходимостью концентрации инвестирования на одной отрасли, с которой наиболее хорошо знакомы инвесторы. Западная практика показывает, что у многих из наиболее удачливых инвесторов высокий уровень благосостояния достигнут благодаря использованию стратегии концентрации, без выхода за рамки инвестиционной деятельности в одной отрасли. Яркими примерами является производство такой наукоемкой продукции, как компьютерная техника, компьютерные программы, а также продукции, удовлетворяющей современным требованиям широкого круга потребителей. В то же время необходимо отметить, что среди инвесторов, применяющих стратегию инвестирования в одной отрасли, зафиксировано значительное количество банкротств, что объясняется более высокими инвестиционными рисками, которым не в состоянии противостоять многие инвесторы.

Стратегию отраслевой концентрации целесообразно использовать *только на первых трех стадиях жизненного цикла предприятия*, так как при благоприятных условиях с ее помощью можно получить наиболее высокие темпы развития производства и увеличение капитала. По мере насыщения основных потребителей рынка продукцией, товарами, услугами, на следующих стадиях жизненного цикла предприятия целесообразно использовать стратегию отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности.

Вторая стадия связана с исследованием целесообразности различных форм отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности по определенным группам отраслей, к которым следует отнести производство в таких отраслях, как сельскохозяйственное производство, пищевая промышленность, транспорт и т. д. С помощью такой отрас-

левой диверсификации у инвестора есть возможность шире применять опыт, накопленный в области новых технологий в производстве, в сфере маркетинга, что позволит наиболее полно прогнозировать эффективность инвестиционной деятельности. Используя отраслевую диверсификацию даже в ограниченных отраслевых рамках, можно значительно снизить инвестиционные риски.

Использование стратегии диверсификации инвестиционной деятельности по отраслевой принадлежности в процессе разработки общей стратегии экономического развития предприятия требует формирования «стратегических зон хозяйствования». Стратегические зоны хозяйствования ответственны за вопросы по разработке ассортимента конкурентоспособной продукции, эффективной стратегии сбыта, а также инвестиционной стратегии, которая обеспечивает эти стратегические зоны хозяйствования.

Вместе с тем у данной стратегии инвестиционной деятельности имеются определенные недостатки. Основным недостатком является то, что в смежных отраслях в пределах определенной отраслевой группы, как правило, жизненный цикл аналогичен по протяженности во времени, что усиливает степень инвестиционного риска, особенно это касается традиционных отраслей экономики.

Кроме того, на продукцию таких отраслей влияют обычно одинаковые во времени конъюнктурные циклы, это еще больше усиливает степень инвестиционных рисков в отдельные неблагоприятные периоды. Поэтому стратегию диверсификации инвестиционной деятельности в пределах определенной отраслевой группы целесообразно использовать только при ожидаемой благоприятной конъюнктуре соответствующих товарных рынков.

Третья стадия основана на исследовании целесообразности существующих форм диверсификации инвестиционной деятельности в рамках различных групп отраслей, не связанных между собой. Применение такой стратегии необходимо для ряда крупных и средних компаний, осуществляющих свою деятельность длительное время в традиционных отраслях экономики (отдельных или в рамках определенных групп), не имеющих возможности быстрого перспективного развития. Они не могут получать высокую отдачу от инвестиций, этим предопределяется стратегическая уязвимость таких компаний в конкурентной борьбе. Чтобы обеспечить перспективное развитие, крупные и средние компании могут осуществлять инвестирование в другие альтернативные отрасли.

Диверсификация инвестиционной деятельности, осуществляемая на втором и третьем этапе разработки отраслевой направленности инвестиционной политики, позволяет получить синергетический эффект, когда общая величина эффекта от многоотраслевой деятельности пред-

приятия гораздо больше, чем от отдельных взятых отраслей. Чтобы получить синергетический эффект предприятие может избрать один из двух типов инвестиционной политики:

- наступательную инвестиционную политику, при которой критерием в поиске объектов инвестирования являются будущие преимущества отраслевых конгломератов;
- защитную инвестиционную политику, при которой критерием в поиске объектов инвестирования является устранение недостатков и слабых сторон отдельных отраслевых производств.

Этап *формирования инвестиционной политики предприятия в региональном разрезе* необходим, что определяется следующими условиями:

1. Размер предприятия. Основная масса мелких и значительная часть средних предприятий функционируют в пределах одного региона, что связано с местом проживания инвестора. Из-за недостаточного объема инвестиционных ресурсов и проблем по управлению инвестиционной и производственно-хозяйственной деятельностью, у таких предприятий ограничена возможность диверсификации инвестиционной деятельности в региональном разрезе, особенно в отношении реальных инвестиций. Региональную диверсификацию такие предприятия могут проводить лишь при финансовом инвестировании. Учитывая незначительный объем финансовых инвестиций о у таких предприятий, следует отметить, что инвестиционные решения они могут принимать не в рамках разрабатываемой политики, а на стадии тактического управления инвестиционной деятельностью, т. е. при формировании инвестиционного портфеля.

2. Стадия жизненного цикла предприятия. Первые стадии функционирования предприятия предполагают сосредоточение его хозяйственной и инвестиционной деятельности, как правило, в рамках одного региона. По мере дальнейшего развития у предприятия появляется потребность осуществлять региональную диверсификацию инвестиционной деятельности.

Чтобы разработать региональную направленность инвестиционной деятельности, необходимо оценить инвестиционную привлекательность отдельных регионов в рамках государства.

В процессе этапа *координирования основных направлений инвестиционной политики предприятия* необходимо обеспечить взаимосвязку объемов, сроков реализации и других параметров по каждому направлению инвестиционной политики предприятия.

Если объемы инвестиционной деятельности предприятия значительны, необходимо дифференцировать его инвестиционную политику по направлениям финансового и реального инвестирования.

2.5. Законодательные аспекты инвестиций в ПМР

Законодательная база, регулирующая инвестиционную деятельность в ПМР, постоянно совершенствуется и обновляется. Рассмотрим основные законодательные акты регулирования инвестиционной деятельности в ПМР.

Уровень благосостояния государства определяется системой показателей, одним из которых является объем и структура инвестиций в национальную экономику. Руководствуясь этим критерием, ПМР невозможно отнести к развитым странам. Само понятие инвестиционной деятельности было впервые законодательно определено только в 1995 году.

Основными законодательными актами в области инвестиций в ПМР являются следующие.

1. Закон «Об инвестиционной деятельности», в котором отражены: основные понятия, применяемые в данной сфере правоотношений (инвестиции, виды имущественных и интеллектуальных ценностей, инвестиционная деятельность, инновационная деятельность); объекты и субъекты инвестиционной деятельности; права, обязанности субъектов инвестиционной деятельности, отношения между ними; источники финансирования инвестиционной деятельности; цели и формы государственного регулирования инвестиционной деятельности; порядок принятия решений по республиканским государственным инвестициям и размещения государственного заказа на выполнение работ в капитальном строительстве; проведение обязательной государственной экспертизы инвестиционных проектов и программ; ценообразование в инвестиционной деятельности; гарантии прав субъектов инвестиционной деятельности; способы защиты инвестиций; ответственность субъектов инвестиционной деятельности и условия ее прекращения.

2. Закон «Об иностранных инвестициях на территории Приднестровской Молдавской Республики», в котором установлены правовые, организационные и экономические условия для осуществления иностранных инвестиций в Приднестровье. В этом документе определены условия иностранного инвестирования, формы их осуществления, права и обязанности инвесторов, государственные гарантии и поддержка в этом направлении.

Для стимулирования активности хозяйствующих субъектов к инвестированию, необходимо, чтобы государство гарантировало и защищало права инвесторов, а также предоставляло им налоговые и таможенные льготы.

Закон гарантирует защиту инвестиций независимо от форм собственности, обеспечивая для всех инвесторов равные условия инвестирования. Исключаются дискриминационные меры, создающие препят-

ствия для управления и распоряжения инвестициями, согласно закону инвестиции нельзя безвозмездно национализировать или реквизирировать, такое возможно только с учетом полного возмещения инвестору всех убытков. Наибольшие льготы предоставляются инвесторам, которые осуществляют инвестиционную деятельность в социальной сфере, направляют инвестиции на техническое и технологическое перевооружение производства, создание новых рабочих мест, внедрение открытий и изобретений, в агропромышленный комплекс, в строительство, образование и здравоохранение, культуру, охрану окружающей среды. Порядок, характер и условия предоставления льгот инвесторам определены в законе «Об иностранных инвестициях», где предусмотрены таможенные льготы (например, имущество, которое ввозится для вклада в уставный фонд, направляемое на собственное материальное производство, ввозимое иностранными работниками для собственных нужд, освобождается от взимания импортных пошлин).

В Законе ПМР «О налоге на доходы организаций» определяются правовые основы и принципы применения системы налогообложения, учета и отчетности, в частности, касающиеся инвестиционной деятельности. Поощрение реинвестиций один из принципов, на котором базируется налог на доходы. Не подлежат налогообложению доходы инвестиционных фондов, направленные на долгосрочные инвестиции; дивиденды (доходы) по паям, акциям и другим ценным бумагам, проценты по кредитам, получаемые иностранными инвесторами.

Закон ПМР «О налоге на доходы организаций» предоставляет льготы для организаций с иностранными инвестициями на 5-летний период.

В соответствии с нормами данного Закона размер льгот, предоставляемых по налогу на доходы, коррелирует с суммой инвестиций. Чем больше сумма инвестиций, которую вкладывает инвестор, тем большую льготу он получает. Так, например:

а) организациям, выручка от реализации которых продукции собственного производства составляет не менее 50 процентов от общей суммы дохода, предоставляется право на льготы в следующих размерах:

на 10% – при сумме инвестиций от 10 тысяч долларов США до 250 тысяч долларов США;

на 30% – при сумме инвестиций от 250 тысяч долларов США до 500 тысяч долларов США;

на 50% – при сумме инвестиций от 500 тысяч долларов США;

б) льготы по налогу на доходы предоставляются банкам и иным кредитным организациям, а также страховым компаниям с иностранными инвестициями:

на 10% – при сумме инвестиций от 250 тысяч долларов США до 500 тысяч долларов США;

на 30% – при сумме инвестиций от 500 тысяч долларов США до 1 миллиона долларов США;

на 50% – при сумме инвестиций от 1 миллиона долларов США.

А также организациям с иностранными инвестициями предоставляются следующие льготы:

1. Таможенные льготы на ввозимое имущество предприятий с иностранными инвестициями предоставляются предприятиям, доля иностранных инвестиций в уставном фонде (капитале) которых составляет не менее 30 процентов, и при этом сумма иностранных инвестиций в уставном фонде (капитале) предприятия превышает 10 тысяч у.д.е., либо сумма иностранных инвестиций в данное предприятие превышает 25 тысяч у.д.е. вне зависимости от величины доли в уставном фонде (капитале) предприятия.

2. От уплаты таможенной пошлины, акцизов и налога на импорт освобождаются материальные ценности и нематериальные активы, которые иностранный инвестор ввозит в Приднестровскую Молдавскую Республику в качестве имущественного вклада при формировании или увеличении уставного капитала предприятия.

3. Готовая продукция, сырьё, полуфабрикаты, комплектующие изделия, части, ввозимые в Приднестровскую Молдавскую Республику для собственных технологических нужд предприятий с иностранными инвестициями, освобождаются от пошлин, акцизов и налога на импорт.

4. Личное имущество иностранных специалистов, занятых на предприятиях с иностранным участием, ввозится в Приднестровскую Молдавскую Республику без обложения таможенными пошлинами, акцизами и налогом на импорт.

Государство определяет стратегию поведения инвесторов на рынке инвестиционных товаров, а также структуру инвестиций. Исходя из состояния экономики (уровня инфляции, дефицита бюджетной системы, структуры производства, платежеспособного спроса населения на товары и услуги и иных факторов) применяются те или иные концепции регулирования рынка инвестиционных товаров. При этом любая концепция базируется на целевых установках двух уровней: конечных целях (рост национального дохода, увеличение занятости населения, снижение темпов инфляции до 3-5 % в год); промежуточных целей (соотношение между спросом и предложением на капитал, процентные ставки на кредитные ресурсы, динамика денежной массы).

Сумма иностранных инвестиций в уставном фонде (капитале) предприятия превышает 50 тысяч у.д.е., либо сумма иностранных инвестиций в данное предприятие превышает 150 тысяч у.д.е. вне зависимости от величины доли в уставном фонде (капитале) предприятия, если иное не предусмотрено законодательством Приднестровской Молдавской Республики о режиме свободных экономических зон.

ТЕМА 3. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС И МЕХАНИЗМ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА

3.1. Характеристика инвестиционного процесса

Инвестиционной является деятельность, связанная с вложением средств в объекты инвестирования и направленная на получение дохода (эффекта). Инвестирование – необходимое условие кругооборота средств хозяйствующих субъектов, поэтому любая предпринимательская деятельность включает в себя не только основную предпринимательскую, но и инвестиционную деятельность.

Сфера деятельности, в которой реализуются инвестиции, называется *инвестиционной сферой деятельности*. Она складывается из сферы капитального строительства, инновационной сферы, направленной на производство новой продукции и создание объектов интеллектуальной собственности, сферы обращения финансового капитала, сферы реализации имущественных прав субъектов инвестиционной деятельности.

Кругооборот инвестиций с момента их привлечения до момента получения дохода от инвестированных средств, называется *инвестиционный цикл*.

Инвестиционный процесс, как экономическая категория, представляет собой взаимодействие спроса и предложения на инвестиционные ресурсы, осуществляемым на финансовом рынке. Общепринятое определение инвестиционного процесса – это механизм, сводящий вместе субъектов, располагающих временно свободными денежными средствами, с субъектами, испытывающими потребность в дополнительных денежных средствах. Местом встречи субъектов инвестиционных отношений является финансовый рынок и финансовые институты.

Инвестиционный процесс складывается из отношений, возникающих между его участниками, по поводу привлечения и использования инвестиционных ресурсов с целью осуществления расширенного воспроизводства своей деятельности. На макроуровне инвестиционный процесс состоит из сбережений населения, доходов юридических лиц и государства, не использованных на потребление, которые трансформируются в производственное оборудование и новые технологии, здания и сооружения, материальные ресурсы и энергию, что в конечном итоге приводит к расширению производства в масштабах общества. Увеличение производства стимулирует увеличение сбережений, которые рас-

смаатриваются как потенциалные инвестиции. Сбережения, направляемые на инвестирование, приводят расширению производства и т. д.

Система инвестиционного процесса состоит из следующих элементов:

- инвестор – субъект инвестиционной деятельности;
- объект инвестирования;
- взаимодействие субъектов и объектов инвестиционной деятельности – непосредственно вложения с целью получения инвестиционного дохода;
- инвестиционная среда – среда, где взаимодействуют субъекты и объекты инвестирования.

Благодаря системному подходу к инвестициям и инвестиционному процессу, есть возможность раскрыть основные понятия, что необходимо для осуществления управления ими.

В целом инвестиционный процесс можно охарактеризовать как процесс, направленный на привлечение инвесторов к объекту инвестиций для осуществления вложений, с целью получить запланированный инвестиционный доход.

Кроме того, инвестиционный процесс рассматривают с точки зрения реализации во времени общей инвестиционной программы. Отсюда следует, что основа инвестиционного процесса – это принятие инвестиционных решений, направленных на установление полного инвестиционного контроля или управления объектами инвестирования, через наиболее оптимальное управление производимыми инвестициями.

Качество инвестиционного процесса зависит от инвестиционной среды – сферы деятельности, определяющей особенности, специфику и общий план инвестирования, в которой осуществляется инвестиционный процесс.

Инвестиционный процесс складывается из нескольких стадий, его успешное завершение основано и зависит от выработанной инвестиционной стратегии. Если инвестиционная стратегия сформирована грамотно и рационально, то она позволяет предпринятию достичь поставленных целей, реализуя следующие этапы:

1) разработка форм взаимодействия всех подразделений предприятия, которые участвуют в процессе инвестирования для достижения поставленных целей и задач;

2) определение порядка разработки и согласования требуемой документации, необходимой для осуществления инвестиционного процесса;

3) организация последовательного и взаимосвязанного осуществления всех стадий процесса, что позволит достичь поставленные цели максимально эффективно.

Инвестиционный процесс не существует как самостоятельная категория, его рассматривают во взаимосвязи с другими системами.

Практика инвестирования вывела ряд недостатков, присущих современному инвестиционному процессу в национальной экономике:

- несоответствие росту и развитию национальной экономики;
- недостаточность источников государственного и частного инвестирования;
- неэффективность основных инвестиционных институтов;
- недостаточная проработанность законодательства, регулирующего инвестиционные процессы;
- недостаточная активность инвестиционных процессов в наукоемких и интеллектуальных отраслях экономики;
- недостаточная эффективность государственной инвестиционной политики.

Инвестиционные процессы позволяют сформировать и поддерживать искусственную цепную реакцию существования и развития связанных сфер, выступая катализатором развития общества. Инвестиционный процесс служит отправной точкой общественного развития.

Инвестиционный процесс в рыночной экономике осуществляется в специфических условиях, отражающих особенности взаимодействия субъектов инвестиционной деятельности в системе рыночных отношений:

- в общем объеме инвестиционного капитала преобладает частный инвестиционный капитал по сравнению с государственным капиталом;
- широкий круг субъектов инвестиционной деятельности с точки зрения соотношения собственности и институциональной структуры, разделение в процессе инвестирования функциональных обязанностей государственных и частных инвесторов;
- разветвленная сеть финансовых посредников, участвующих в процессе реализации инвестиционного спроса и предложения;
- развитый, широко сегментированный рынок объектов инвестиционной деятельности, которые выступают в качестве инвестиционных товаров;
- распределение инвестиционных капиталов через механизм инвестиционного рынка по объектам инвестирования, в соответствии с экономическими критериями оценки привлекательности инвестиций.

Поскольку банки, кредитуя экономических агентов, напрямую участвуют в инвестиционной деятельности, необходима активизация участия банков в инвестиционном процессе для развития экономики более высокими темпами. Коммерческие банки являются непосредственно заинтересованными лицами стабильного состояния экономики, так как стабильность – залог успешности их деятельности. С другой стороны,

устойчивое экономическое развитие напрямую зависит от степени надежности банковской системы и эффективности ее функционирования. Однако интересы каждого конкретного коммерческого банка направлены на получение максимального дохода при допустимом уровне риска, поэтому кредитные учреждения участвуют в инвестировании экономики только при наличии благоприятных условий.

Основными направлениями участия банков в инвестиционном процессе являются следующие:

- мобилизация банками средств на инвестиционные цели;
- предоставление кредитов инвестиционного характера;
- вложения в ценные бумаги, паи, долевые участия (как за счет банка, так и по поручению клиента).

Эти направления взаимосвязаны друг с другом, так как банки, привлекая денежные средства физических и юридических лиц, осуществляют формирование своих ресурсов и размещают их с целью получения прибыли. Объем и структура операций по привлечению средств являются основными факторами, воздействующими на состояние кредитного и инвестиционного портфеля банка, возможность инвестиционной деятельности.

В технологию управления инвестиционным процессом включается: мониторинг инвестиционного климата региона и отдельных предприятий; оценка инвестиционного климата отраслей и предприятий; разработка стратегии инвестирования и инвестиционной деятельности предприятия; экономическое регулирование рынка инвестиций; оценка влияния инвестиций на финансовые потоки предприятия.

3.2. Инвестиционный рынок и конъюнктура инвестиционного рынка

Инвестиционный рынок является сложным динамическим экономическим явлением, характеризующимся следующими основными категориями: инвестиционный спрос; инвестиционное предложение; цена; уровень конкуренции.

В экономической литературе наиболее часто инвестиционный рынок рассматривают в качестве рынка инвестиционных товаров. Некоторые авторы, которые отождествляют понятия «инвестиции» и «капитальные вложения», считают инвестиционным товаром определенные разновидности объектов инвестирования, такие как основной капитал, строительные материалы и строительно-монтажные работы. Другие авторы рассматривают инвестиционный рынок в более широком понимании – в качестве рынка инвестиционных объектов во всех его формах. Зарубежные экономисты инвестиционный рынок опре-

деляют как фондовый рынок, так как основной формой инвестиций в развитой экономике является инвестирование в различные виды ценных бумаг.

Активность на инвестиционном рынке (соотношение его элементов) определяют, изучая рыночную конъюнктуру, представляющую собой соотношение спроса и предложения, цен и конкуренции как в целом на инвестиционном рынке, так и на отдельных его сегментах. Инвесторам необходимо изучать конъюнктуру инвестиционного рынка, поскольку инвестиционные риски могут быть значительными и повлечь за собой не только уменьшение доходов, но и зачастую привести к полной потере инвестируемого капитала.

Таким образом, конъюнктурой инвестиционного рынка является совокупность факторов, определяющих сложившееся соотношение спроса, предложения, уровня цен, конкуренции и объемов реализации на инвестиционном рынке или сегменте инвестиционного рынка (см. рис. 3.2).

Поскольку инвестиционный рынок имеет циклический характер развития и постоянно изменяется, возникает необходимость в постоянном изучении текущей рыночной конъюнктуры.

Если происходит общее повышение деловой активности в экономике, то можно наблюдать и *подъем конъюнктуры инвестиционного рынка*, который проявляется через увеличение спроса на инвестиционные объекты, рост цен на них, оживление инвестиционного рынка.

Конъюнктурный бум можно наблюдать, когда резко вырастают объемы реализации на инвестиционном рынке, увеличивается предложение и спрос на инвестиционные объекты, при этом спрос опережает предложение. Все это приводит не только к соответствующему росту цен на инвестиционные объекты, но и к увеличению доходов как инвесторов, так и инвестиционных посредников.

Ослабление конъюнктуры происходит в период снижения инвестиционной активности, что является следствием общего спада экономики. Для данной стадии характерно относительно полное удовлетворение спроса на инвестиционные объекты при наличии избытка их предложения, стабилизация и последующее снижение цен на инвестиционные объекты, уменьшение доходов как инвесторов, так и инвестиционных посредников.

Когда уровень инвестиционной активности критический, происходит резкое снижение спроса и предложения на инвестиционные объекты, при этом предложение превышает спрос, то можно говорить о *спаде конъюнктуры* на инвестиционном рынке. На данной стадии заметно снижение цен на объекты инвестирования, с последующим падением до самых низких значений доходов и инвесторов, и инвестиционных

посредников. В ряде случаев инвестиционную деятельность признают убыточной.

Изучая конъюнктуру инвестиционного рынка, необходимо соблюдать следующую последовательность действий:

- оценка и прогнозирование макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка;
- оценка и прогнозирование инвестиционной привлекательности отраслей (подотраслей) экономики;
- оценка и прогнозирование инвестиционной привлекательности регионов;
- оценка инвестиционной привлекательности отдельных инвестиционных проектов, сегментов инвестиционного рынка;
- разработка стратегии инвестиционной деятельности фирмы;
- формирование эффективного инвестиционного портфеля компании, включающего как реальные капитальные вложения, так и финансовые и инновационные инвестиции;
- управление инвестиционным портфелем фирмы (в том числе диверсификация инвестиций, реинвестирование капитала и пр.)

Процесс изучения инвестиционной конъюнктуры осуществляют в три этапа.

Первый этап подразумевает процесс наблюдения за инвестиционной активностью. Здесь должна быть сформирована целенаправленная система показателей, которые дают характеристику отдельным элементам рынка (величина спроса и предложения, уровень цен и конкуренции), а также необходимо организовать постоянный мониторинг этих показателей.



Рис. 3.2. Движение инвестиций в рыночной экономике

На втором этапе анализируют конъюнктуру инвестиционного рынка и выявляют современные тенденции его развития. Основная задача данного этапа – выявить те изменения, которые проявляются на рынке в период наблюдения.

Третий этап направлен на прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка, чтобы выбрать основные направления стратегии инвестиционной деятельности. Основной задачей этого этапа является разработка прогнозируемых факторов, способных воздействовать на будущее состояние инвестиционного рынка.

Мировая практика деятельности инвестиционных рынков сформировала систему индикаторов, характеризующих инвестиционную привлекательность по отдельным рынкам и объектам, существует система опубликования рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности, которую присваивают эксперты инвестиционного рынка.

Оценка инвестиционной привлекательности является рыночным индикатором, оптимизирующим потоки инвестиций. Такую оценку проводят различные консалтинговые фирмы, банки, государственные органы, например, в США таким органом является Министерство торговли. Авторитетной является оценка журнала «Euromoney», которая складывается в результате анкетирования специалистов крупнейших банков. В эту оценку входит девять важнейших показателей – экономических, политических и финансовых, анализ которых позволяет сформировать окончательный результат. В расчет принимают макроэкономические прогнозы, показатели риска не возврата кредита, неплатежеспособности, учитывают степень государственных гарантий инвестиционной деятельности. Кроме того, оценивают кредитоспособность, специфику банковской политики, роль государства во внешнеэкономической деятельности.

С макроэкономических позиций инвестиционный рынок рассматривают по результатам оценки инвестиционного климата государства, под которым понимают совокупность экономических, социальных, политических, государственных, инфраструктурных условий, обеспечивающих для бизнеса привлекательность инвестирования. Для этого оценивают следующие показатели:

- динамику валового внутреннего продукта, национального дохода и объемов производства промышленной продукции;
- динамику распределения национального дохода (накопления и потребления);
- развитие процессов приватизации госсобственности;
- законодательное регулирование инвестиционной деятельности;
- развитие отдельных инвестиционных рынков, особенно – фондового и денежного.

3.3. Структура инвестиционного рынка

Главной функцией инвестиционного рынка является покупка-продажа основного товара инвестиционного рынка – инвестиционных программ и проектов.

Эффективность инвестиционной деятельности зависит от оценки состояния и прогнозирования развития инвестиционного рынка. Рынок – это механизм, соединяющий производителей и потребителей, которые контактируют друг с другом по поводу совершения сделок купли-продажи.

Инвестиционным рынком называют совокупность экономических отношений продавцов и покупателей инвестиционных объектов во всех формах.

Продавцами на инвестиционном рынке являются собственники проектов и программ, которым требуются инвестиции (юридические и физические лица-реципиенты): предприятия, реконструирующие действующие или сооружающие новый объект; технологические, инновационные и проектно-конструкторские организации; фирмы, предлагающие технологические инновации и изобретения. Они разрабатывают документы, необходимые инвестору для принятия инвестиционных решений: бизнес-планы, проекты инвестиционные предложения. В качестве продавцов могут выступать государственные и муниципальные органы, которые предлагают для реализации инвестиционные проекты, имеющие первостепенное значение (социальной, экологической, оборонной направленности), например: строительство муниципального жилья, школ, больниц, спортивных сооружений, транспортных магистралей, военных объектов и др.

В качестве инвесторов – покупателей на инвестиционном рынке выступают физические и юридические лица, готовые вкладывать свой капитал в реализацию конкретного объекта или их совокупности, которые обозначены в инвестиционном проекте или программе.

Инвесторами могут быть отечественные и зарубежные банки, инвестиционные фонды, предоставляющие капитал в кредит на выгодных для них условиях, население, приобретающее акции расширяющихся или вновь строящихся предприятий, муниципальных, региональные или федеральные органы, осуществляющие капиталовложения за счет соответствующих бюджетов, т. е. любые собственники капитала, желающие стать полным или частичным владельцем сооружаемого объекта.

Посредниками на инвестиционном рынке являются банки и инвестиционные фонды, различные консультационные фирмы и агентства, организаторы инвестиционных выставок, ярмарок, агенты правительства по работе с внутренними и внешними инвестициями, государственные фонды поддержки малого предпринимательства, инкубаторы малого бизнеса и др.

Основными элементами инвестиционного рынка являются спрос, предложение и цена.

Главной движущей силой развития инвестиционного рынка является конкуренция.

Цивилизованный инвестиционный рынок выводит страну на материальное благополучие, вовлекает в кругооборот максимальное количество предпринимательского капитала, предусматривает наличие достаточного объема платежеспособного спроса на объекты инвестирования и множество возможностей эффективно вкладывать свои деньги.

Существующие формы функционирования рынка инвестиций основаны на обособлении реального и финансового капитала:

- первичный рынок основан на обороте реального капитала;
- вторичный рынок основан на переливе реального капитала в финансовые активы.

В последние годы в связи с увеличением роли научно-технического прогресса в системе производственно-хозяйственной деятельности, появился новый сегмент инвестиционного рынка – инновационный, основанный на инвестировании в нематериальные активы, к которым относят научные разработки, изобретения и другие виды интеллектуальной собственности.

Структура инвестиционного рынка сложна, что обусловлено многообразием форм инвестиций и инвестиционных товаров, которые классифицируют по различным критериям. Обобщающим признаком этой классификации является выделение основных объектов инвестирования (рис. 3.3).

Инвестиционный рынок – это совокупность экономических отношений, которые складываются между покупателями и продавцами объектов инвестиций – товаров и услуг. Классификация инвестиционных объектов вызывает необходимость деления инвестиционного рынка на относительно самостоятельные сегменты.

1. Рынок объектов реальных инвестиций:

- рынок недвижимости, состоит из промышленных объектов, жилья, объектов малой приватизации, земельных участков, объектов незавершенного строительства, аренды;
- рынок прямых капитальных вложений, состоит из объектов нового строительства, реконструкции, технического перевооружения;
- рынок прочих объектов реальных инвестиций, состоит из художественных ценностей, драгоценных металлов и изделий, прочих материальных ценностей;

2. Рынок объектов финансовых инвестиций:

- фондовый рынок – включает различные виды акций, государственных обязательств, опционов и фьючерсов;
- денежный рынок – депозиты, ссуды и кредиты, валютные ценности;

3. Рынок объектов инновационных инвестиций:

- интеллектуальные инвестиции – патенты, лицензии, «ноу-хау»;
- научно-технические инновации – научно-технические проекты, рационализаторские предложения, новые технологии.

Благодаря такой классификации, есть возможность анализировать и прогнозировать развитие инвестиционного рынка по отдельным сегментам, выделять приоритетные инвестиционные объекты на каждом конкретном этапе экономического развития страны.

Учитывая эту классификацию, можно говорить, что инвестиционный рынок является совокупностью рынка объектов реальных и финансовых инвестиций.

Инвестиционный рынок – неотъемлемая часть внутреннего и мирового рынка, неразрывно связанная с другими рынками. С помощью инвестиций можно реализовать научно-технические и проектно-конструкторские разработки, которые обращаются на технологическом рынке, а также новейшие технологии. Благодаря денежному капиталу, перераспределяемому из сферы обращения в производственную сферу, осуществляется воспроизводственный процесс, где реализуются инвестиционные проекты и программы, приобретаются акции на фондовых биржах, выдаются инвестиционные кредиты.

Инвестиции являются жизненно необходимыми рынку труда, так как с их помощью создаются новые рабочие места и обеспечивается занятость населения.

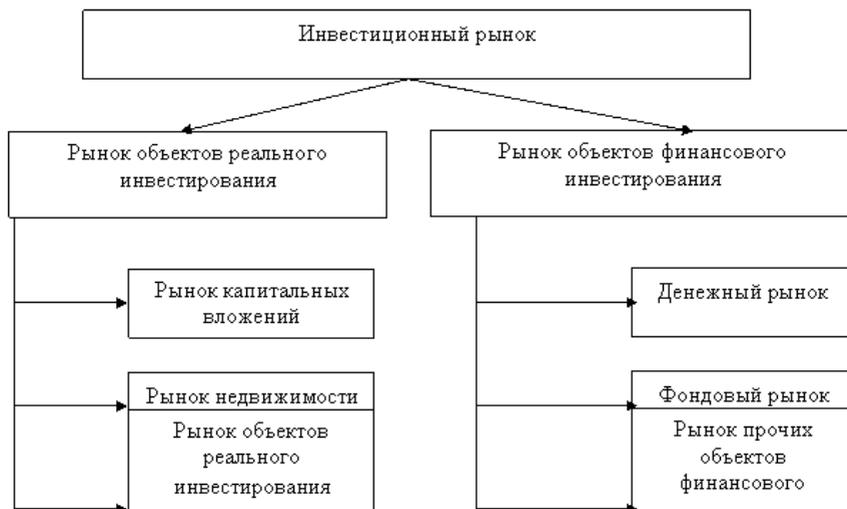


Рис. 3.3. Структура инвестиционного рынка

Наиболее тесно инвестиционный рынок связан со строительным рынком, поскольку без инвестиций невозможно строительное производство как производственное, так и непроизводственное (включая самое массовое – жилищное). Вместе с тем товары, обращающиеся на инвестиционном рынке (проекты, программы), могут превратиться из промежуточного, бумажного продукта в конечный продукт, лишь воплотившись в готовую строительную продукцию.

Инвестиционный и строительный рынки отражают результаты деятельности инвестиционного комплекса, который занимает центральное место в динамично развивающейся экономике. Инвестиционный комплекс состоит из строительной науки и проектно-строительных организаций; инвестиционного машиностроения; промышленности строительных материалов; производственного и непроизводственного строительства; инвестиционной инфраструктуры, включающей инвестиционные фонды, банки, корпорации, информационные отделы, консалтинговые фирмы и т. д.

Этот комплекс осуществляет взаимный обмен продуктами деятельности с другими народнохозяйственными комплексами — межотраслевыми (АПК, по производству товаров народного потребления и услуг, машиностроительным, конструкционных материалов, топливно-энергетическим, транспортным) и функциональными (научно-техническим, социальным, внешнеэкономическим, военно-промышленным, рыночной инфраструктуры).

Инвестиционный рынок является объектом государственного регулирования в большей мере, чем рынок товаров и услуг. Это обусловлено его сложной, многозвеновой структурой, длительностью инвестиционного цикла, а также высокими рисками, присущими инвестиционному бизнесу. Кроме того, инвестиции играют важную роль в поддержании и повышении конкурентоспособности и эффективности экономики в целом.

Государственное регулирование инвестиционного рынка осуществляется в следующих основных формах:

- законодательного регулирования инвестиционной деятельности, формирования привлекательного для инвесторов инвестиционного климата;
- определения инвестиционной стратегии, выбора и поддержки стратегических приоритетов, формирования инвестиционных программ;
- налоговых льгот и иных форм поддержки отдельных видов инвестиционно-инновационной деятельности (например, малых предприятий, инновационных проектов);
- условий инвестирования при проведении приватизационных торгов и конкурсов;

- прямого бюджетного финансирования некоторых инвестиционных проектов социального, экологического, оборонного характера, а также освоения базисных инноваций;
- содействия развитию инвестиционной инфраструктуры и подготовки кадров менеджеров инвестиционных проектов;
- защиты интересов отечественных инвесторов на внешнем рынке.

3.4. Инвестиционный спрос и инвестиционное предложение

Инвестиционный рынок в общем виде можно рассматривать как форму взаимодействия субъектов инвестиционной деятельности, концентрирующих объемы инвестиционного спроса и инвестиционного предложения. На инвестиционном рынке или отдельном его сегменте существует определенное соотношение спроса и предложения, уровня цен, конкуренции и объемов реализации. Совокупность этих факторов, определяющих реальную ситуацию на рынке, называют *конъюнктурой инвестиционного рынка*.

Спрос на инвестиционном рынке может быть *потенциальным и реальным*.

Потенциальный инвестиционный спрос – это величина аккумулируемого дохода субъектами экономической деятельности, который является потенциальным инвестиционным капиталом и может направляться на инвестиционную деятельность.

Под *реальным инвестиционным спросом* понимается фактическая потребность хозяйствующих субъектов в инвестициях. Реальный инвестиционный спрос складывается из планируемых или преднамеренных инвестиционных ресурсов, предназначенных непосредственно на инвестиционные цели.

Под *инвестиционным предложением* понимают совокупность всех форм и всех объектов инвестирования, начиная от вновь создаваемых и реконструируемых основных фондов, оборотных средств, различных фондовых ценностей и заканчивая научно-технической продукцией, имущественными и интеллектуальными правами и т. д. Совокупность всех инвестиционных объектов составляет объем спроса на инвестиционный капитал.

Инвестиционный капитал и инвестиционные объекты, которые являются инвестиционными товарами, воплощают инвестиционный спрос и предложение, находясь на разных, противоположных полюсах инвестиционного рынка. С позиций инвестиционного анализа рынок инвестиций рассматривают с двух сторон: в качестве рынка инвестиционного капитала, размещаемого инвесторами, и в качестве рынка

инвестиционных товаров, как объектов инвестирования. Такой подход обуславливает двойственный характер инвестиций, которые выступают и как инвестиционный капитал (инвестиционные ресурсы), и как инвестиционный товар (инвестиционные вложения), и отражает специфику инвестирования в условиях рынка.

Движение инвестиций осуществляется на *рынке инвестиционного капитала*, который состоит из предложений инвесторов – продавцов инвестиционного капитала, и спроса на инвестиции покупателей – субъектов инвестиционной деятельности.

Инвестиционный капитал складывается из элементов капитальных ценностей, как в материальной, так и в денежной форме. Несмотря на многообразие форм инвестиций, все они – результат накопления капитала. Обмен инвестиционного капитала на инвестиционном рынке осуществляется на основе ожидаемой отдачи от инвестиций в будущем, которая должна превышать доход.

Обмен объектами инвестиционной деятельности осуществляется на *рынке инвестиционных товаров*, где инвестиционный спрос представлен инвесторами, выступающими в качестве покупателей инвестиционных товаров, а инвестиционное предложение представлено производителями инвестиционных товаров и другими участниками инвестиционной деятельности, которые являются продавцами инвестиционных объектов.

Инвестиционный товар, как объект инвестиционных вложений, является *особым товаром*, представленным капитальным имуществом, отличающимся от потребительских товаров тем, что его используют во всех сферах экономики для получения эффекта или доходов в будущем.

Как инвестиции, инвестиционный товар, обобщающей характеристикой которого является способность приносить доход, качественно разнороден, он может существовать как в материальной, так и в денежной форме (например, ценные бумаги, паи, деньги), а также одновременно в денежно-материальной форме в виде основного и оборотного капитала, научно-технической продукции и т. п.

К факторам, определяющим инвестиционный спрос на государственном уровне, относятся следующие: объем национального производства, величину накоплений, денежные доходы населения, пропорции распределения доходной части на потребление и сбережение, прогнозируемый темп инфляции, ставку процента за кредитные ресурсы, политику государства в налоговой сфере, конъюнктуру финансового рынка, валютный курс, влияние иностранных инвесторов, текущую экономическую и политическую ситуацию и др.

Одним из важнейших макроэкономических показателей, влияющих на величину инвестиционного спроса, является объем валового национального продукта, рост которого ведет к увеличению инвести-

ционного спроса и наоборот (при прочих равных условиях). В том же направлении увеличивается (уменьшается) объем накоплений и денежные доходы населения. Определяющую роль при этом в большей степени играют не абсолютные значения этих показателей, а относительные, а именно: пропорции распределения полученного дохода на сбережение и потребление, валового национального продукта на накопление и потребление.

В рыночной экономике под сбережениями понимают часть дохода, которую не используют на потребление, поэтому сбережения становятся источником инвестиционных ресурсов. Величина реальных ресурсов для сбережений, которыми располагает экономика на каждом конкретном этапе ее развития, в решающей степени зависит от приоритетов, лежащих в основе распределения национального продукта – текущее потребление или накопление.

Существенное влияние на изменение структуры общественного продукта оказывает изменение нормы сбережений. Если норма сбережений уменьшается, то увеличивается потребление и снижается уровень инвестиций. Это приводит к диспропорциям в экономике, когда нарушается равновесие, т. е. потребление превышает инвестиции.

При увеличении нормы сбережений экономическое развитие движется в противоположном направлении: уровень потребления падает, а инвестиции возрастают, что через определенный промежуток времени приводит к накоплению капитала в производстве. Объем накоплений и инвестиций будет увеличиваться до тех пор, пока не будет достигнуто оптимальное значение с точки зрения устойчивости экономики. В такой ситуации рост сбережений вызовет более высокий уровень потребления.

Другим фактором, оказывающим значительное влияние на инвестиционный спрос, является прогнозируемый темп инфляции. Как правило, увеличение темпов инфляции приводит к обесцениванию доходов, предполагаемых к получению от инвестирования. Инфляция оказывает негативное влияние на объем инвестиций по следующим направлениям: замедление экономического роста в долгосрочном периоде; сдерживание процессов накопления и расширенного воспроизводства; обесценивание функционирующих производственных фондов; налогообложение прибыли; перемещение денежных капиталов из производственной сферы в сферу обращения; уменьшение реальных доходов и сбережений; сужение емкости внутреннего рынка и т. д. По этим причинам увеличение темпов инфляции и инфляционного ожидания сдерживает инвестиционную деятельность.

Инвестиционный спрос в развитой рыночной экономике формируется в зависимости от функционирования финансового рынка, на котором происходит оборот как инвестиционного капитала, так и по-

лучаемых от вложений доходов. Поскольку кредитно-финансовая система аккумулирует сбережения отдельных инвесторов, то она является основным каналом инвестиционного спроса. При этом главную роль играют банки, которые используют не только сбережения, но и денежные средства, находящиеся в обращении, и такой инструмент, как денежная эмиссия. Объем спроса и предложения на фондовом и кредитном рынке определяет условия инвестирования и воздействует как на структуру, так и объемы инвестиций. Инвестиционные доходы в форме дивидендов или процентов служат источником воспроизводства потенциального инвестиционного спроса, который можно реализовать через реинвестирование.

Существенным фактором, влияющим на динамику инвестиций, является налоговая и процентная политика государства. Государство может воздействовать на инвестиционный спрос путем изменения процентных ставок и ставок налогов. Так, уменьшение ставки налога на прибыль увеличивает остающуюся в распоряжении предприятия прибыль, следовательно, увеличивается доля накоплений, направляемых на инвестирование (при прочих равных условиях).

От величины ссудного процента зависит стоимость кредитных ресурсов для заемщиков (инвесторов). Рост процентной ставки делает инвестиции менее рентабельными, что приводит к их ограничению, одновременно усиливается мотивация к сбережениям. Снижение ставки ссудного процента делает инвестиции более выгодными, приводит к росту объемов инвестирования в связи с увеличением доходности.

Воздействие процентной ставки на динамику инвестиционного спроса следует рассматривать в соотношении с нормой ожидаемой прибыли. Принимая инвестиционные решения следует учесть, что существенную роль играет не номинальная, а реальная ставка процента. Это вытекает из того, что инфляция искажает действительные ориентиры, поэтому без ее учета может быть получен неверный результат, когда сопоставляется ставка ссудного процента и норма ожидаемой чистой прибыли.

В инвестиционной деятельности прибыль, с одной стороны, рассматривается как источник финансирования инвестиций, а с другой стороны получение прибыли является целью инвестирования. Если норма прибыли увеличивается, это приводит к активизации инвестиционного спроса, росту чистых инвестиций, и в целом – к увеличению основного капитала. Рост основного капитала через определенный период времени начнет воздействовать на норму прибыли, понижая ее, что в свою очередь сужает инвестиции и замедляет темпы роста основного капитала. Сокращение основного капитала создает предпосылки к последующему циклическому увеличению нормы прибыли в экономике и к развитию следующего цикла. Таким образом, инвестирование в

основной капитал является генерирующим рычагом цикличности производственной конъюнктуры и одним из механизмов позитивной обратной связи в рыночной экономике.

Вместе с издержками на осуществление инвестиций, ожиданиями, технологическими изменениями, норма ожидаемой прибыли является фактором, который воздействует на уровень инвестиционного спроса на микроэкономическом уровне.

В системе микроэкономических факторов норма ожидаемой чистой прибыли имеет особое значение, поскольку именно прибыль служит мотивом, побуждающим к осуществлению инвестиций. Инвесторы будут вкладывать средства только тогда, когда получаемый от инвестиций доход будет значительно выше затрат. Поэтому, инвестиционный спрос тем выше, чем больше норма ожидаемой чистой прибыли.

Отметим, что эффективным инвестирование будет тогда, когда норма прогнозируемой чистой прибыли выше реальной ставки ссудного процента, в противном случае инвестирование за счет привлеченных заемных средств теряет экономический смысл.

Поскольку процентная ставка – это критерий эффективности инвестиций, поэтому эффективность инвестиционных проектов не должна быть ниже, чем ставка ссудного процента. Процентная ставка, как основа оценки инвестиционных активов с точки зрения объектов инвестирования, выполняет еще одну важную функцию: является средством «актуализации» всех остальных доходов, выступая в качестве метода оценки каждого дохода во времени.

Следующим фактором, воздействующим на инвестиционный спрос, являются издержки, связанные с осуществлением инвестиций. По каждому инвестиционному проекту производят учет затрат, чтобы сделать прогноз ожидаемой нормы прибыли: увеличение затратной части приводит к снижению нормы ожидаемой чистой прибыли, а снижение затрат – к ее увеличению. Так как значительная часть инвестиций вкладывается на длительный срок, необходимо принимать во внимание временной фактор, поскольку уровень инвестиционного спроса будет тем ниже, чем длительней срок окупаемости инвестиций и чем выше уровень затрат на их осуществление.

Следующим фактором, влияющим на объем инвестиций, являются ожидания предпринимателей, которые строятся на основе прогнозных показателей уровня спроса, рентабельности, объемов реализации. Величина отдачи от инвестиций зависит от роста этих показателей, поэтому с увеличением позитивных прогнозных ожиданий инвестиционный спрос будет возрастать.

Наибольшую отдачу можно получить от инвестиций в инновационные технологии и инновационные виды продукции, поскольку они обеспечивают повышение качества выпускаемой продукции, снижение

производственных затрат, и, следовательно, рост ожидаемой чистой прибыли и стимулирование инвестиционного спроса.

Таким образом, инвестиционный спрос зависит от воздействия множества действующих разнонаправленно разнородных факторов, которые определяют изменение его объема.

Инвестиционное предложение формируется в зависимости от ряда особенностей и зависит от ценовых и неценовых факторов, к которым относят уровень конкуренции, налоговую политику, совершенствование технологий, направление ожиданий и др.

Норма доходности лежит в основе цены инвестиционных инструментов, с помощью которых происходит перераспределение реального капитала. Рыночная цена финансовых активов свидетельствует, насколько привлекательны вложения в объекты инвестирования.

На инвестиционное предложение оказывает существенное воздействие ставка депозитного процента по вкладам в коммерческих банках, величина которой предопределяет уровень сбережений домашних хозяйств.

Таким образом, развитый фондовый рынок и рынок ссудных капиталов является важным условием, стимулирующим инвестиционное предложение.

Определенный состав инвестиционного предложения, объем и структура которого оказывает воздействие на величину инвестиционного спроса, ориентирует инвестиционный спрос на вложения в более доходные активы.

Инвестиционное предложение – основной фактор, определяющий масштабы функционирования инвестиционного рынка, так как оно стимулирует изменение спроса на объекты инвестирования. Механизм обратной связи не имеет яркого выражения и проявляется только в условиях рынка свободной конкуренции. Сбалансировать инвестиционный спрос и инвестиционное предложение возможно лишь в масштабах всего инвестиционного рынка. Баланс спроса и предложения в рыночной экономике достигается через механизм установления равновесных цен, действие которого возможно только в условиях свободного конкурентного рынка.

Действие этого механизма основано на том, что цены на объекты инвестиций и капитал, путем сбалансирования спроса и предложения, будут изменяться до тех пор, пока не установится равновесие на инвестиционном рынке, предполагающее достижение равновесных (справедливых) цен на инвестиционный капитал и инвестиционный товар и синхронизация решений об их купле и продаже.

ТЕМА 4. ИНФРАСТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА

4.1. Роль сбережений в инвестиционном процессе

Финансовые ресурсы являются неоднородными по назначению – они делятся на текущие ресурсы, которые используются для обеспечения жизнедеятельности субъектов (для удовлетворения потребительских нужд), и инвестиционные, направленные на развитие бизнеса, потребности в капитализации сбережений, в приобретении жилья, земли и другой недвижимости.

В экономической литературе встречается большое количество определений термина «сбережения».

Во-первых, под сбережениями понимают часть дохода, которую индивидуум собирает потратить в будущем вместо того, чтобы потратить ее в настоящем.

Во-вторых, под сбережениями понимается та часть дохода, которую экономический субъект собирает потратить в будущем вместо того, чтобы потратить ее в настоящем.

Также сбережения можно определить как часть дохода, оставшаяся после уплаты налогов, которая не потребляется.

К настоящему времени в западной экономической науке имеется целый ряд теорий, направленных на объяснение поведения населения относительно сбережений. Большое количество теоретических исследований, выявило три основных явления, свойственных всем странам:

1) в конкретно взятый момент времени, в конкретной стране, группы населения с высоким уровнем дохода откладывают на сбережения большую часть своего дохода, чем группы населения с низким уровнем дохода;

2) внутри конкретной страны коэффициент сбережений населения остается относительно постоянным в течение длительного промежутка времени;

3) в разных странах наблюдаются различные значения коэффициентов сбережений, независимо от относительных величин доходов населения в этих странах.

Существуют пять основных теорий, дающих объяснение таким эмпирическим результатам.

1. *Теория абсолютного дохода Кейнса*, выдвинутая им в тридцатые годы, утверждает, что между сбережениями и доходом существует линейная зависимость, выражаемая следующим образом:

$$S = a + s \times Y^d, \quad (4.1)$$

где: S – сбережения; Y^d – текущая величина располагаемого дохода; a – константа; s – предельная склонность к сбережению.

В соответствии с данной теорией, сбережения растут в тех странах, где наблюдается рост доходов. Однако теория абсолютного дохода имеет мало подтверждений статистического характера.

2. *Теория относительного дохода* состоит в том, что потребление, а, следовательно, и сбережение, зависит не только от текущего дохода, но и от предшествующего уровня дохода и потребительского поведения. Одной из модификаций теории относительного дохода стала теория Дюженберри, названная по имени американского экономиста, предложившего ее в сороковые годы. Эта теория может быть выражена следующей формулой:

$$C_i = a + (1 - s) \times Y_i^d + b \times C_h, \quad (4.2)$$

где: C_i – потребление в период времени i ; Y_i^d – доход в период времени i ; C_h – предыдущий наивысший уровень потребления; a и b – константы.

Таким образом, по теории Дюженберри, функция сбережений в краткосрочном периоде является возрастающей: при кратковременном увеличении дохода население не стремится сразу потратить его в силу инерции и сложившихся к данному моменту потребительских привычек. Однако с течением времени, когда уровень дохода стабилизируется, население возвращается к старому коэффициенту сбережений за счет увеличения потребления.

3. *Теория перманентного дохода*, разработанная в пятидесятые годы Милтоном Фридманом, предполагает, что население принимает решение о потреблении и сбережениях на основании ожидаемого совокупного дохода за все время своей жизни. По мнению Фридмана, доход, получаемый индивидуумом в каждый момент времени, состоит из двух компонентов: перманентного (постоянного) и транзитивного (временного) доходов. Перманентные доходы – это регулярные доходы, которые обусловлены имеющимся в распоряжении индивидуума материальным и нематериальным капиталом; они зависят от уровня благосостояния человека, его образования и прочих факторов. Транзитивные доходы – это нерегулярные доходы, связанные, например, с неожиданными изменениями рыночной стоимости активов, изменениями цено-

вых пропорций, выигрышами в лотерее и прочими непредсказуемыми событиями. В наиболее жесткой форме теория перманентного дохода гласит, что население будет стремиться потреблять все перманентные доходы и сберегать транзитивные доходы.

4. Несколько отличается от теории перманентного дохода *теория жизненного цикла*, предложенная в пятидесятые годы американскими экономистами Андо и Модильяни. Согласно теории жизненного цикла, индивидуум стремится к максимизации совокупной полезности потребления в течение периода своей жизни при наличии бюджетного ограничения. По данной теории дисконтированная величина всех будущих потоков потребления равна сумме накопленного текущего богатства индивидуума и дисконтированной величины всех будущих доходов. В течение своего трудоспособного возраста индивидуум сберегает больше определенную часть своего дохода, чтобы в момент выхода на пенсию иметь резерв накоплений, позволяющий не допустить резкого падения уровня потребления, связанного с сокращением доходов.

5. Английский экономист Калдор выдвинул гипотезу *о социальной природе сбережений*. Его теория классов базируется на том, что рабочие, получающие доходы от трудовой деятельности, менее склонны к сбережениям, чем капиталисты, чей доход формируется в основном из процентов и дивидендов.

Сбережения тесно взаимосвязаны с инвестициями. Без сбережений не могло бы быть инвестиций, последние являются естественным результатом первых. Однако не все формы сбережений тесно связаны с инвестициями. Наличные деньги «на руках» – это своего рода потерянные деньги для экономики. Такие сбережения представляют собой утечку денежных средств из экономического оборота, что приводит к нарушению макроэкономического равновесия между совокупным спросом и совокупным предложением. Поэтому возникает необходимость возврата этих средств в экономику через механизм инвестирования.

Превращение сбережений в инвестиции восстанавливает равенство совокупного спроса и предложения – главное условие макроэкономического равновесия. А поскольку это равенство является основным критерием эффективного функционирования экономики, можно утверждать, что сбережения являются важнейшим источником инвестиций, без которых невозможно развитие производства, новых технологий, а значит и развития экономики в целом.

Поскольку инвестиции являются основным двигателем экономического роста, то государство стремится поощрять добровольные сбережения как предприятий, так и частных лиц.

Сбережения можно рассмотреть в двух аспектах: первое – откладывать, а не расходовать; второе – позволять ресурсам работать. Каждый из этих двух аспектов имеет разные последствия: первый – тормо-

зящие нормальное развитие экономики, второй – благоприятствующие экономическому росту, а, следовательно, и количественному увеличению ВВП.

Высвобожденные ресурсы должны быть теперь востребованы и вовлечены в производство сектором бизнеса. Если они не используются, то краткосрочное снижение спроса, вызванное актом сбережения, сократит покупки потребительских товаров без всякой компенсации за счёт других товаров, а труд и другие ресурсы, высвобожденные домохозяйствами, становятся бесполезными.

Сформировалась система различных учреждений, формирующих, образующих, распределяющих и использующих денежные средства в лице денежно-кредитных институтов (организаций), сберегающих денежные средства и передающих их заемщикам для инвестирования. Речь идет о центральных банках, кредитно-финансовых и брокерско-диллерских учреждениях, фондовых биржах и других финансовых организациях, через которые используются накопления предприятий, государства и домашних хозяйств, для осуществления инвестиции.

Исходя из способа хранения средств сбережения можно разделить на организованные и неорганизованные. Организованные сбережения – это сбереженные средства, переданные финансовым институтам, которые посредством инвестиционной деятельности вовлекают эти средства в экономику, неорганизованные сбережения – это средства на руках в виде наличных денег, валюты, ювелирных изделий и т. д.

Финансовые рынки представляют собой совокупность финансовых инструментов и юридически закрепленных способов их использования.

Основная роль финансовых рынков состоит в их способности объединить разрозненные свободные денежные средства в интересах экономики.

Объектом сделок на финансовых рынках является предоставленный в ссуду денежный капитал, а инструментами – коммерческие и ценные бумаги, депозитные сертификаты.

Через механизм финансовых рынков часть сбережений снова возвращается в производство.

Банки являются исторически первыми рыночными институтами, выполняющими функцию трансформации сбережений в инвестиции.

4.2. Финансовые и кредитные учреждения в инвестиционном процессе

Финансовый рынок – это рынок обращения финансовых активов. Действует он в форме совокупности кредитного рынка, рынка ценных

бумаг (РЦБ), страхового рынка и других частных рынков, через которые происходит перераспределение денежных средств и других финансовых активов.

Финансовый рынок включает денежный рынок, рынок капиталов, страховой рынок и рынок золота.

Рынок капиталов включает:

- рынок среднесрочных и долгосрочных ценных бумаг (фондовый рынок);
- рынок среднесрочных и долгосрочных банковских кредитов, используемых для капитальных вложений.

Страховой рынок – рынок страховых услуг.

Денежный рынок – это рынок обращения краткосрочных финансовых инструментов и совершения краткосрочных сделок (до 1 года). Он включает:

- рынок краткосрочных кредитов – рынок банковских и других форм краткосрочных (до года) кредитов;
- межбанковский рынок – рынок межбанковских краткосрочных кредитов;
- валютные рынки – официальные центры, где происходит купля-продажа валют на основе спроса и предложения;
- рынок краткосрочных ценных бумаг (векселя, сертификаты, краткосрочные государственные обязательства и др.) – это рынок, на котором основными инструментами являются казначейские и коммерческие векселя и другие виды краткосрочных обязательств (ценные бумаги).

Рынки золота – официальные центры, где происходит купля-продажа золота на основе спроса и предложения.

Выделяют также *срочный рынок* – рынок производных ценных бумаг (фьючерсы, опционы и др.)

Финансовый рынок включает следующие крупные сектора:

1. Банковский сектор, занимающий ключевое место на кредитном рынке.
2. Рынок ценных бумаг.
3. Страховой рынок.

Кредитный рынок и инвестиции

Необходимость активизации участия банков в инвестиционном процессе вытекает из взаимозависимости успешного развития банковской системы и экономики в целом. С одной стороны, коммерческие банки заинтересованы в стабильной экономической среде, являющейся необходимым условием их деятельности, а с другой – устойчивость экономического развития во многом зависит от степени надежности банковской системы, ее эффективного функционирования. Вместе с тем, поскольку интересы отдельного банка как коммерческого образо-

вания ориентированы на получение максимальной прибыли при допустимом уровне риска, участие кредитных учреждений в инвестировании экономики происходит лишь при наличии благоприятных условий.

Поскольку инвестиционный процесс связан с долгосрочными вложениями экономических ресурсов для создания и получения выгоды в будущем, то сущность этих вложений заключается в преобразовании собственных и заемных средств инвестора в активы, которые при их использовании создадут новую стоимость.

Перечислим основные направления участия банков в инвестиционном процессе:

- мобилизация банками средств на инвестиционные цели;
- предоставление кредитов инвестиционного характера;
- вложения в ценные бумаги, паи, долевые участия (как за счет банка, так и по поручению клиента).

Эти направления тесно связаны друг с другом. Мобилизуя капиталы, сбережения населения, другие свободные денежные средства, банки формируют свои ресурсы с целью их прибыльного использования. Объем и структура операций по аккумулярованию средств – основные факторы воздействия на состояние кредитных и инвестиционных портфелей банков, возможности их инвестиционной деятельности.

В зарубежной практике термином «инвестиции» обозначают, как правило, средства, вложенные в ценные бумаги на длительный срок. Это является теоретическим отражением реально существующих экономических отношений, поскольку механизмы инвестирования в рыночной экономике непосредственно связаны с рынком ценных бумаг.

Инвестиционная деятельность банков рассматривается как бизнес по оказанию двух типов услуг. Одна из них – увеличение наличности путем выпуска или размещения ценных бумаг на их первичном рынке. Другая – организация виртуальной встречи покупателей и продавцов уже существующих ценных бумаг на вторичном рынке, то есть функция брокеров и/или дилеров.

Инвестиции понимаются и как все направления размещения ресурсов коммерческого банка, и как операции по размещению денежных средств на определенный срок с целью получения дохода. В первом случае к инвестициям относят весь комплекс активных операций коммерческого банка, во втором – его срочную составляющую.

Банковские инвестиции имеют собственное экономическое содержание. Инвестиционную активность в микроэкономическом аспекте – с точки зрения банка как экономического субъекта – можно рассматривать как деятельность, в процессе которой он выступает в качестве инвестора, вкладывая свои ресурсы на срок в создание или приобретение реальных и покупку финансовых активов для извлечения прямых и косвенных доходов.

Вместе с тем *инвестиционная деятельность банков* имеет и иной аспект, связанный с осуществлением их макроэкономической роли как финансовых посредников. В этом качестве банки помогают удовлетворить потребность хозяйствующих субъектов в инвестициях. Спрос на них в условиях рыночной экономики возникает в денежно-кредитной форме. Кроме того, банки дают возможность превратить сбережения и накопления в инвестиции.

Таким образом, *инвестиционная деятельность кредитных учреждений имеет двойственную природу*. Рассматриваемая с точки зрения экономического субъекта (банка), она нацелена на увеличение его доходов. Эффект инвестиционной деятельности в макроэкономическом аспекте заключается в достижении прироста общественного капитала.

Следует отметить, что с позиций развития экономики инвестиционная деятельность банков включает в себя вложения, способствующие получению дохода не только на уровне банка, но и общества в целом (в отличие от тех форм инвестиционной деятельности, которые, обеспечивая увеличение дохода конкретного банка, сопряжены с перераспределением общественного дохода). Следовательно, с точки зрения макроэкономики, критерием отнесения к инвестиционной деятельности является производительная направленность вложений банка.

Производственные инвестиции выступают как вложения в создание и развитие предприятий и организаций путем участия банков в капитальных затратах хозяйствующих субъектов в форме приобретения долей, паев, акций, других ценных бумаг предприятий, размещаемых на первичном рынке, а также инвестиционного кредитования и финансирования инвестиционных проектов (проектное финансирование). Оба аспекта такой деятельности коммерческих банков тесно связаны друг с другом. В основе этого лежит развитие рынка приватизационных объектов и рынка ценных бумаг, инструменты которого прямо или косвенно формируют предпосылки осуществления инвестиционного процесса.

Классификация форм инвестиционной деятельности коммерческих банков в экономической литературе несколько отличается от общепринятой, что определяется особенностями инвестиционной деятельности коммерческих банков. Банковские вложения можно разделить на следующие группы:

- в соответствии с объектом вложения средств логично выделить вложения в реальные экономические активы (реальные инвестиции) и вложения в финансовые активы (финансовые инвестиции). Банковские инвестиции могут быть также дифференцированы и по более частным объектам: вложения в инвестиционные кредиты, срочные депозиты, паи и долевые участия, в ценные бумаги, недвижимость, драгоценные металлы и камни, предметы коллекционирования, имущественные и интеллектуальные права и др.;

- в зависимости от цели вложений банковские инвестиции могут быть прямыми, направленными на обеспечение непосредственного управления объектом инвестирования, и портфельные, не преследующие цели прямого управления инвестиционным объектом, а осуществляемые в расчете на получение дохода в виде потока процентов и дивидендов или вследствие возрастания рыночной стоимости активов;

- по назначению вложений можно выделить инвестиции в создание и развитие предприятий и организаций и инвестиции, не связанные с участием банков в хозяйственной деятельности;

- по источникам средств для инвестирования различают собственные инвестиции банка, совершаемые за его собственный счет (дилерские операции), и клиентские, осуществляемые банком за счет и по поручению своих клиентов (брокерские операции);

- по срокам вложений инвестиции могут быть краткосрочными (до одного года), среднесрочными (до трех лет) и долгосрочными (свыше трех лет).

Инвестиции коммерческих банков классифицируют также по видам рисков, регионам, отраслям и другим признакам.

Важнейшей характеристикой форм и видов банковских инвестиций является их оценка с позиций объединенного критерия вложений средств, так называемого треугольника «доходность-риск-ликвидность», который отражает противоречивость целей инвестирования и требований, предъявляемых к инвестиционным ценностям.

Существует устойчивая зависимость между доходностью, ликвидностью и риском как инвестиционными качествами объектов вложений. Они выражаются в том, что, как правило, по мере увеличения доходности снижается ликвидность и возрастает риск вложений. Это свидетельствует о том, что, в принципе, нет инвестиционных ценностей, максимально отвечающих одновременно всем критериям. Вместе с тем на практике могут возникать парадоксальные варианты соединений в каком-либо объекте всех инвестиционных качеств. Примером этого служат ГКО, которые на протяжении значительного времени (1994–1996 гг.) отличались не только высокой ликвидностью и минимальным риском, но и существенной доходностью.

Индикаторами инвестиционной деятельности коммерческих банков являются:

- объем инвестиционных ресурсов коммерческих банков;
- индекс реальной стоимости инвестиционных ресурсов;
- объем банковских инвестиций;
- доля инвестиционных вложений в суммарных активах банков;
- структурные показатели банковских инвестиций по объектам их приложения;

- показатели эффективности инвестиционной деятельности банков, в частности, прирост активов и прирост прибыли в расчете на объем инвестиций;
- показатели альтернативной доходности инвестирования в производственный сектор по сравнению с вложением капитала в доходные финансовые активы.

Выбор оптимальных форм инвестирования коммерческими банками в этих условиях с учетом различных факторов, воздействующих на их деятельность, предполагает разработку и реализацию инвестиционной политики.

Экономические интересы банков, вытекающие из сущности этих институтов как коммерческих структур, состоят в обеспечении прибыльности своих операций при соблюдении их ликвидности и надежности. Банки работают в основном не с собственными, а с привлеченными и заемными ресурсами, поэтому они не могут рисковать средствами своих клиентов, вкладывая их в крупные инвестиционные проекты, если это не обеспечено соответствующими гарантиями.

В связи с этим при выработке инвестиционной политики коммерческие банки всегда должны исходить из реальных оценок риска, экономической эффективности, финансовой привлекательности инвестиционных проектов, оптимального сочетания кратко-, средне- и долгосрочных вложений. Вместе с тем существующая система инвестирования является не только внутренним делом самого банка. В соответствии с базисными принципами регулирования банковской деятельности неотъемлемой частью любой системы надзора является независимая проверка политики, оперативной деятельности банка и применяемых им процедур, связанных с выдачей кредитов и инвестированием капиталов, а также текущего управления кредитным и инвестиционными портфелями.

Следовательно, коммерческие банки должны четко отработать и формально закрепить важнейшие мероприятия, связанные с организацией и управлением инвестиционной деятельностью.

Рынок ценных бумаг

Рынок ценных бумаг выполняет следующие специфические функции в части поддержания эффективного инвестиционного процесса:

- перераспределение капиталов и денежных средств. Финансовые активы и денежные средства перераспределяются между отраслями и сферами экономик, территориями и странами, фирмами, группами и слоями населения, населением и государством, между физическими лицами. Средства через РЦБ направляются инвесторами:
 - а) в наиболее выгодные отрасли, сферы экономики, компании, организации и банки в краткосрочной перспективе (спекулятивный капитал) в расчете получить быстрый доход;

б) в перспективные отрасли и предприятия в среднесрочной и долгосрочной перспективе в расчете на прибыль и рост капитала в долгосрочном периоде (стратегические инвесторы).

- страхование ценовых и финансовых рисков (опционы и другие производные ценные бумаги – деривативы);
- аккумулирование свободных денежных средств;
- инвестирование экономики;
- функция перетока капитала в перспективные и прибыльные отрасли и фирмы;
- функция ограничителя для отраслей и компаний от «перегрева инвестициями» (излишнего финансирования). При ажиотажном спросе на акции какой-либо компании рано или поздно наступает спад или обвал стоимости этих акций, и капитализация компании (ее рыночная стоимость) возвращается к реальной рыночной цене;
- функция инструмента государственной финансовой политики (финансирование дефицитов бюджетов различных уровней, финансирование конкретных проектов, регулирование денежной массы в обращении, поддержание ликвидности государственной финансово-кредитной системы);
- предоставление информации о состоянии экономической конъюнктуры через состояние рынка ценных бумаг (через фондовые индексы).

Страховой рынок

Страховые организации занимают особое место в обеспечении инвестиционного процесса. С одной стороны, они сами способны выполнять функции институциональных инвесторов, мобилизуя значительную часть финансовых средств юридических и физических лиц и направляя их в разные виды инвестиций. С другой стороны, с помощью страхования можно обеспечить стимулирование инвестиционной активности отечественных и иностранных собственников капитала путем осуществления страховых операций по видам страхования, гарантирующих инвесторам возврат вложенных средств, а во многих случаях и возмещения несдержанного дохода при наступлении различных неблагоприятных событий, которые привели к потере всех или части вложенных сумм.

Важным фактором повышения эффективности страхового бизнеса, а также финансовой привлекательности страховых продуктов является активизация инвестиционной деятельности страховых организаций в различных сферах финансового рынка.

Страховая организация наряду с другими институтами (банками, биржами, инвестиционными фондами) составляет органичный элемент финансовой системы общественного хозяйства. Принцип аккумулирования и последующего распределения значительных денежных потоков предопределяет состав и структуру капитала страховой организации, выделяя в качестве его основной ведущей части финансовые ресурсы.

Кругооборот средств страховой организации не ограничивается осуществлением страховых операций, он усложняется вовлеченностью ее в инвестиционный процесс.

Проводя инвестиционные операции и извлекая прибыль от них, страховщики в то же время оказываются в значительной степени зависимыми от положения дел на денежном и финансовом рынках, неся инвестиционный риск. Это вынуждает их к проведению достаточно осторожной инвестиционной политики. Основными требованиями, которым должна отвечать инвестиционная политика страховых организаций, являются надежность и доходность. С одной стороны, потеря средств, инвестированных страховщиком, может привести к невыполнению им своих обязательств по договорам страхования и к банкротству. С другой стороны, страховая компания заинтересована в получении как можно большего дохода от вложенных средств. В то же время, как правило, высокий доход сопутствует низкому уровню надежности. Поэтому страховщик должен гармонизировать указанные цели, что достигается путем осуществления оптимизационных расчетов. При этом принципами, которыми должны руководствоваться страховщики при осуществлении инвестиционной деятельности, являются диверсификация, возвратность, прибыльность и ликвидность.

Основополагающее значение при осуществлении инвестиционной деятельности имеет оценка риска потери средств из-за неплатежеспособности организаций, в которые вложены средства страховщиков. Для осуществления таких оценок используются методики анализа платежеспособности, а также экспертные оценки специалистов, которые должны исходить не только из текущего состояния дел, но и из перспектив его изменения.

4.3. Инвестиционные посредники и их роль в инвестиционном процессе

Взаимодействие продавцов и покупателей на инвестиционном рынке может осуществляться либо непосредственно (прямо) друг с другом, либо косвенно через профессиональных посредников. Изначально процесс инвестирования осуществлялся без инвестиционных посредников, но с развитием инвестиционных отношений появилась потребность в профессиональных посредниках – специализированных организациях и частных лицах с передачей им части или всех функций по инвестированию.

В инвестиционном посредничестве выделяют два вида – *институциональное* и *не институциональное (частное)* посредничество.

Институциональные инвестиционные посредники – это различные финансовые институты: коммерческие банки, фондовые биржи,

инвестиционные фонды, структуры, осуществляющие формирование и исполнение государственного и муниципального бюджета (налоговые органы и казначейство) и др.

Не институциональными (частными) инвестиционными посредниками являются многочисленные специалисты, осуществляющие инвестиционную деятельность без образования юридического лица. Процесс взаимодействия фондовых, банковских, бюджетных и других институциональных посредников привел к появлению полиинституциональных компонентов инвестиционного посредничества. Такие институциональные объединения как ассоциации, промышленно-финансовые группы, консорциумы, союзы предполагают совместное участие институциональных образований в инвестиционной деятельности. Инвестиционный рынок, как форма взаимоотношений отдельных субъектов инвестирования, имеет свою специфичную инфраструктуру, состоящую из ряда институтов, необходимых для обеспечения нормальной деятельности рынка.

Таковыми *финансовыми институтами* являются инвестиционные компании, коммерческие банки, небанковские кредитно-финансовые учреждения. У каждого из институциональных инвесторов имеются специфические функции и определенные полномочия по осуществлению финансовых операций с инвестиционными инструментами. Финансовые институты пользуются собственным механизмом аккумуляции инвестиционных ресурсов и их последующего размещения.

Банк – финансово-кредитная организация, обладающая исключительным правом осуществлять в совокупности три вида банковских операций: привлекать во вклады денежные средства физических и юридических лиц; размещать привлеченные средства от своего имени и за свой счет (с соблюдением условий срочности, возвратности, платности); открывать и обслуживать банковские счета физических и юридических лиц. Банки являются посредниками между хозяйствующими субъектами и населением, обладающими временно свободными денежными средствами, и хозяйствующими субъектами и населением, испытывающими потребность в дополнительных денежных средствах. Средства хозяйствующих субъектов, высвобождаемые в процессе кругооборота, накопления и сбережения населения аккумулируются банками и перераспределяются через систему кредитования в те отрасли и секторы экономики, которые наиболее динамично развиваются.

Таким образом, банковская система в рамках специальных финансовых институтов может в инвестиционном процессе выступать не только как прямой инвестор в реальную экономику, но и как проводник, обеспечивающий перемещение инвестиционных ресурсов между всеми участниками процесса.

Различают *универсальные и специализированные* коммерческие банки. Универсальные коммерческие банки – учреждения, обслуживающие юридических и физических лиц, предоставляя им полный спектр банковских услуг независимо от отраслевой принадлежности. Специализированными коммерческими банками являются банки, которые предоставляют своим клиентам определенные виды банковских услуг, к ним относят ипотечные, инновационные, инвестиционные банки.

У инвестиционных банков основной задачей является мобилизация долгосрочного капитала с последующим долгосрочным кредитованием и финансированием различных отраслей экономики. Кроме того инвестиционные банки выпускают и размещают ценные бумаги, вкладывают инвестиционные ресурсы в крупные проекты, а также осуществляют эмиссионно-учредительскую деятельность нефинансовых компаний. Особенностью инвестиционных банков является то, что они не специализируются на приеме вкладов населения.

Ипотечные банки осуществляют долгосрочное кредитование на приобретение недвижимости, либо под залог недвижимости (земли, строений). Они привлекают денежные средства путем выпуска закладных и ипотечных ценных бумаг, обеспечением которых является недвижимость, служащая предметом залога. Кроме ипотечного кредитования, ипотечные банки занимаются инвестированием в ценные бумаги, выдают ссуды под залог ценных бумаг и оказывают другие финансовые услуги.

У инновационных банков основная деятельность заключается в финансировании и долгосрочном кредитовании научно-технической и научно-производственной деятельности, научно-технических программ, новых технологий, инновационных проектов в сфере предпринимательства, венчурных компаний.

Небанковскими кредитно-финансовыми институтами считаются кредитные организации, имеющие право проводить отдельные банковские операции на основании лицензии центрального банка, а именно: привлекать во вклады денежные средства юридических и физических лиц (до востребования и на определенный срок); размещать привлеченные средства от своего имени и за свой счет; открывать и обслуживать расчетные счета физических и юридических лиц; осуществлять расчеты по поручению своих клиентов, а также банков-корреспондентов по корреспондентским счетам; инкассировать денежные средства, векселя, платежные и расчетные документы; осуществлять кассовое обслуживание клиентов банка; покупать и продавать иностранную валюту в наличной и безналичной форме; привлекать во вклады и размещать драгоценные металлы; выдавать банковские гарантии; осуществлять переводы денежных средств по поручению физических лиц без открытия счета (за исключением почтовых переводов) и др.

Небанковскими финансово-кредитными институтами являются страховые общества, пенсионные и страховые фонды, кредитные потребительские кооперативы граждан, кредитные союзы, общества взаимного кредита и др.

Кредитные потребительские кооперативы граждан – создаются гражданами, добровольно объединившимися для удовлетворения потребностей в финансовой взаимопомощи. Данные организации обычно создаются по месту жительства, в трудовых коллективах, по признаку профессиональной принадлежности или любой другого объединения граждан. Законодательством ограничивается количество членов потребительского кооператива: не менее пятнадцати и не более двух тысяч граждан, достигших шестнадцатилетнего возраста. Членам потребительского кооператива предоставлены следующие права: пользование всеми услугами, которые предоставляет кредитный потребительский кооператив; участие в управлении кредитным потребительским кооперативом; передача на основании договора личных сбережений в фонд финансовой взаимопомощи кооператива; получение займов на потребительские и иные нужды, предусмотренные уставом и другими регулирующими деятельность кооператива документами; получение компенсации за использование личных сбережений с целью осуществления финансовой взаимопомощи; получение от руководящих органов любой информации о деятельности кооператива, включая информацию о результатах внешнего и внутреннего аудита финансово-хозяйственной деятельности; получение участниками денежной компенсации, либо части имущества в соответствии с долей паевого взноса в случае прекращения членства в кредитном потребительском кооперативе; приобретение иных прав, предусмотренных законодательством Российской Федерации, уставом кредитного потребительского кооператива и другими регулирующими деятельность кооператива документами.

Участники кредитного потребительского кооператива в обязательном порядке за счет собственных средств создают фонд финансовой взаимопомощи, являющийся источником займов, которые предоставляются членам данного кооператива. Размер финансовой взаимопомощи устанавливается в уставе и определяется правлением на основании решения общего собрания участников кооператива. Точно также определяется величина личных сбережений участников потребительского кооператива, которые они передают на основании договора правлению в пользование и которые оно направляет только на предоставление займов участникам кооператива. Временно свободные средства фонда финансовой взаимопомощи могут использоваться только на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг, а также могут вкладываться на депозитные счета в коммерческих банках. Кредитный потребительский кооператив граждан может не только предоставлять

ссуды, но и осуществлять консультационные услуги, а также заключать договоры страхования. У кредитных потребительских кооперативов граждан имеется право объединения в союзы (ассоциации) кредитных потребительских кооперативов граждан, они могут вступать в уже существующие союзы (ассоциации) кредитных потребительских кооперативов граждан и выходить из них как на территории России, так и на территории зарубежных стран.

Кредитный союз – ассоциация, объединение лиц с целью взаимного кредитования членов союза (пайщиков). Кредитные союзы формируют свой капитал за счет периодических взносов его участников путем оплаты паев, а также путем выпуска займов. Чтобы стать членом кредитного союза участники вносят паи в его собственность, которые возвращаются назад пайщику при выходе из союза. Каждый член кредитного союза может, сохраняя в нем свои сбережения, получать за это доход, а также брать у союза ссуды с выплатой по ним процентов. Кредитные союзы осуществляют также информационные, консультационные и юридические услуги, проводят комиссионные и торгово-посреднические операции.

Общество взаимного кредита – кредитное учреждение, кредитующее за счет вступительных платежей членов общества – юридических лиц, занятых малым бизнесом, индивидуальных предпринимателей – в капитал данного учреждения. При вступлении в общество взаимного кредита, участник вносит определенную часть (долю) открытого ему кредита как уплату паевого взноса и несет ответственность по своим обязательствам и обязательствам общества в размере открытого ему кредита. Если участник выбывает из общества взаимного кредита, он должен погасить кредит, а также приходящуюся на данного участника часть долгов общества. После выполнения обязательств участнику возвращают сумму вступительного взноса и заложенное имущество. Общество взаимного кредита в своей деятельности решает следующие задачи: защиту финансовых интересов индивидуальных предпринимателей и юридических лиц при оказании кредитно-финансовых услуг; кредитование участников; сохранение и размещение временных свободных денежных средств участников; ускорение процесса расчетов между членами и их контрагентами; создание системы финансовой поддержки среднего и малого бизнеса, дополняющей государственную систему; развитие системы самоконтроля использования финансовых ресурсов и финансовой ответственности как индивидуальных предпринимателей, так и юридических лиц. Общество взаимного кредита предоставляет консультационные услуги, услуги юридического и информационного характера.

Страховые общества – юридические лица, создаваемые согласно закону Российской Федерации и получившие лицензии на осуществ-

вление операций страхования и перестрахования, взаимного страхования. Основными функциями страховых обществ являются: оценка страхового риска; получение страховых премий (страховых взносов); формирование страховых резервов; инвестирование активов; определение размера убытка или ущерба; осуществление страховых выплат и других действий, связанных с исполнением обязательств по договору страхования. Отличие страховых обществ как инвестиционных институтов состоит в том, что у них существует стабильный приток финансовых средств от владельцев страховых полисов, поэтому у страховых обществ есть возможность инвестирования временно свободных средств в долгосрочные финансовые инструменты с высокой нормой доходности.

Пенсионный фонд является самостоятельным финансово-кредитным учреждением, обеспечивающим: сбор и аккумулирование страховых платежей; финансирование расходов по выплате государственных пенсий; привлечение в фонд добровольных взносов физических и юридических лиц (в том числе в иностранной валюте); контроль с участием налоговой системы своевременного и полного поступления в фонд страховых взносов; контроль правильности и рациональным расходованием средств фонда; организацию и ведение индивидуального (персонифицированного) учета застрахованных лиц; организацию и ведение государственной базы данных по всем категориям плательщиков страховых взносов и др. Формирование средств пенсионного фонда осуществляется за счет: 1) аккумулирования страховых взносов работодателей и граждан, занимающихся индивидуальной трудовой деятельностью, включая фермеров и адвокатов; 2) страховых взносов прочих категорий работающих граждан; 3) финансирования республиканским бюджетом выплат государственных пенсий и пособий военнослужащим; 4) возмещаемых через Государственный фонд занятости населения средств по назначению досрочных пенсий безработным; 5) добровольных взносов юридических и физических лиц (в том числе в иностранной валюте); 6) доходов от капитализации средств пенсионного фонда и других поступлений.

Негосударственный пенсионный фонд (НПФ) представляет из себя особую организационно-правовую форму некоммерческой организации социального обеспечения. НПФ осуществляет следующие исключительные виды деятельности: пенсионное обеспечение участников фонда на добровольных началах согласно договорам негосударственного пенсионного обеспечения, включающее в себя сбор и размещение пенсионных взносов и пенсионных резервов; учет пенсионных обязательств фонда, назначение и выплату негосударственных пенсий участникам фонда; осуществление обязательного пенсионного страхования с заключением договоров об обязательном пенсионном страхо-

вании, в том числе – аккумулятивное пенсионных накоплений, организация их инвестирования, учет, назначение и выплата накопительной части пенсионных средств застрахованным лицам; профессиональное пенсионное страхование согласно договорам о создании профессиональных пенсионных систем, включающее в себя аккумулятивное, учет и инвестирование пенсионных накоплений застрахованных лиц, а также назначение и выплату профессиональных пенсий застрахованным лицам.

Средства пенсионных резервов и средства пенсионных накоплений размещаются и инвестируются на основе следующих принципов: обеспечение сохранности данных средств, а также ликвидности, доходности, диверсификации инвестиционного портфеля; построение инвестиционной стратегии на основе поддающихся количественной оценке объективных критериях; учет надежности ценных бумаг; информационная открытость для вкладчиков, застрахованных лиц и участников фонда порядка размещения и инвестирования средств пенсионных резервов и пенсионных накоплений; прозрачность процесса размещения и инвестирования средств пенсионных резервов и пенсионных накоплений для органов общественного контроля и государственного надзора, специализированного депозитария, подконтрольность этим органам; профессиональное управление инвестиционным процессом.

Средства пенсионных накоплений могут быть инвестированы только в активы, разрешенные для инвестирования средств пенсионных накоплений. Пенсионные накопления могут быть размещены: в государственные ценные бумаги Российской Федерации; государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации; облигации российских эмитентов; акции российских эмитентов, созданных в форме открытых акционерных обществ; паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов; ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах; денежные средства в рублях на счетах в кредитных организациях; депозиты в рублях в кредитных организациях; иностранную валюту на счетах в кредитных организациях. Размещение средств пенсионных накоплений в облигации и акции российских эмитентов разрешается, только если они обращаются на организованном рынке ценных бумаг и отвечают критериям, установленным уполномоченным федеральным органом исполнительной власти по согласованию с Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. Пенсионные фонды являются крупнейшими институциональными инвесторами, отличаются устойчивым финансовым положением, продуманной инвестиционной стратегией, обладают диверсифицированным инвестиционным портфелем.

Инвестиционный институт – юридическое лицо, в том числе – кредитные организации, а также физические лица, которые зарегистрированы как предприниматели, осуществляющие посредническую и консалтинговую деятельность на фондовом рынке.

К инвестиционным институтам предъявляются следующие определенные *требования*: необходимость регистрации в государственном органе и получение лицензии на осуществление деятельности на фондовой бирже; обязательность выполнения всех законодательных и нормативных актов по деятельности с ценными бумагами; деятельность на фондовом рынке с ценными бумагами является исключительной, несовместимой с другими, не связанными с фондовым рынком видами деятельности (торговой, кредитной и др.); для осуществления операций с ценными бумагами необходимы специалисты, имеющие соответствующие квалификационные аттестаты; для обеспечения финансовой устойчивости должен быть минимальный размер собственных средств; для полноты и точности отражения операций с ценными бумагами должна быть организована система бухгалтерского учета и отчетности. Инвестиционными институтами являются инвестиционные компании и фонды, фондовые биржи, инвестиционные брокеры и дилеры, инвестиционные консультанты и др.

Инвестиционные фонды и компании – инвестиционные институты, привлекающие денежные средства и иное имущество путем выпуска акций с последующим их инвестированием в ценные бумаги других эмитентов. Согласно российскому законодательству инвестиционные фонды могут заниматься выпуском акций для мобилизации денежных средств, куплей-продажей и хранением ценных бумаг других эмитентов, управлением по поручению клиентов их ценными бумагами, оказанием консультационных услуг, проведением по поручению клиентов расчетов.

Акционерный инвестиционный фонд *образуется в форме* открытого акционерного общества, при этом в фирменном наименовании должны содержаться слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд». Исключительным видом деятельности фонда является инвестирование капитала в ценные бумаги и иные объекты, не запрещенные законом. Акционерный инвестиционный фонд осуществляет свою деятельность только на основании лицензии, другими видами деятельности, кроме инвестиционной, фонд заниматься не имеет право. В соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» имущество акционерного инвестиционного фонда подразделяется на имущество, предназначенное для инвестирования (инвестиционные резервы), и имущество, необходимое для функционирования органов управления фондом, в пропорции, установленной уставом данного инвестиционного фонда. Акционерный инвестици-

онный фонд имеет право размещать только обыкновенные именные акции, размещение других видов ценных бумаг законом запрещено. Акции, выпускаемые акционерным инвестиционным фондом, должны быть оплачены только денежными средствами либо имуществом, предусмотренным Уставом фонда.

Паевой инвестиционный фонд является обособленным имуществом комплексом, состоящим из имущества, которое передано учредителем в доверительное управление управляющей компанией (при условии, что это имущество будет объединено с имуществом других учредителей доверительного управления), а также из имущества, которое получено в процессе доверительного управления и на которое имеется ценная бумага, удостоверяющая долю в праве собственности, выдаваемая управляющей компанией.

Паевой инвестиционный фонд – это не юридическое лицо, действующее на основании заключения договора инвестора с управляющей компанией о доверительном управлении имуществом, согласно которому инвестор передает в доверительное управление денежные средства. Составляющее паевой инвестиционный фонд имущество – это общее имущество владельцев инвестиционных паев, принадлежащее им на праве общей долевой собственности. Когда участник паевого инвестиционного фонда присоединяется к договору доверительного управления, он отказывается от права преимущественного приобретения доли собственности от имущества, которое формирует паевой инвестиционный фонд. У владельцев инвестиционных паев появляется риск понести убытки, связанные с изменением рыночной стоимости имущества, которое формирует паевой инвестиционный фонд.

Инвестиционный *пай* – это именная ценная бумага, которая удостоверяет следующие права: 1) на долю владельца пая в праве собственности на имущество, формирующее паевой инвестиционный фонд; 2) на требование надлежащего доверительного управления фондом управляющей компанией; 3) на получение всеми владельцами инвестиционных паев денежной компенсации в случае прекращения действия договора доверительного управления данным инвестиционным фондом.

Весь инвестиционный фонд разделен на одинаковые пай, имеющие одинаковые права и удостоверяющие одинаковую долю собственности в паевом инвестиционном фонде. Инвестиционный пай не относится к эмиссионным ценным бумагам, все права, подтвержденные инвестиционными паями, фиксированы в бездокументарной форме. Согласно условиям договора о доверительном управлении паевым инвестиционным фондом, в правилах доверительного управления должны содержаться следующие положения: 1) у владельца инвестиционного пая предусматривается право требования от управляющей компании в любой рабочий день погасить все, либо определенную часть принад-

лежащих ему инвестиционных паев, и прекратить тем самым договор о доверительном управлении паевым инвестиционным фондом между сторонами; 2) у владельца инвестиционного пая предусматривается право в течение установленного правилами о доверительном управлении срока, требовать от управляющей компании погашения всех, либо части принадлежащих ему инвестиционных паев, и прекратить тем самым действие договора о доверительном управлении паевым инвестиционным фондом между сторонами. Владельцы инвестиционных паев не имеют право до окончания срока действия договора о доверительном управлении паевым инвестиционным фондом требовать от управляющей компании прекратить его действие.

Паевой инвестиционный фонд, предусматривающий в правилах доверительного управления какие-либо из перечисленных условий, называется соответственно *открытым, интервальным и закрытым паевым* инвестиционным фондом.

В открытых и интервальных паевых инвестиционных фондах количество инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией, не ограничено. В закрытом паевом инвестиционном фонде количество инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией, должно быть указано в правилах о доверительном управлении данным паевым инвестиционным фондом.

Аккумулируя денежные ресурсы институциональных и индивидуальных инвесторов, размещая средства на первичном и вторичном фондовом рынке, инвестиционные компании осуществляют свою деятельность как финансовая группа, холдинговая и финансовая компания. Отличием инвестиционных компаний от холдинговых компаний является то, что инвестиционные компании не осуществляют контроль деятельности корпораций. Чаще все на практике инвестиционный фонд является структурным подразделением инвестиционной компании, которая формирует свою организационную структуру в соответствии с направленностью деятельности в определенном сегменте фондового рынка.

Брокер *является* профессиональным участником рынка ценных бумаг и осуществляет свою деятельность на основании договора-поручения (от имени и за счет клиента, в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или договора-комиссии (от своего имени и за счет клиента). Для выполнения сделок клиенты депонируют на отдельном брокерском счете или передают брокеру необходимые денежные средства. На отдельном, специальном банковском счете, который открывает брокер, находятся также денежные средства, полученные по сделкам, совершаемым брокером на основании договоров с клиентами. Брокер ведет учет поступающих денежных средств, находящихся на специальном брокерском счете, по каждому клиенту и от-

читывается перед клиентами. Для совершения сделок купли-продажи на рынке ценных бумаг брокер имеет право предоставлять клиенту в виде займа денежные средства или ценные бумаги. Сделки, совершаемые с использованием денежных средств, предоставляемых клиенту займы или ценных бумаг, переданных брокером клиенту в долг, называются «сделка с маржей».

Дилер – профессиональный участник рынка ценных бумаг, совершающий сделки купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией. Кроме цены, дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество покупаемых и продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены. Инвестиционные брокеры и дилеры должны оказывать консультационную помощь своим клиентам, то есть определять возможный риск и доходность инвестиционного процесса, своевременно информировать клиента об изменениях на фондовом рынке, касающихся принятой договоренности.

ТЕМА5. УПРАВЛЕНИЕ РЕАЛЬНЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ

5.1. Особенности и формы реальных инвестиций

Основой инвестиционной деятельности предприятия являются реальные инвестиции. У большинства предприятий эти инвестиции выступают как основное, единственное направление инвестиционных вложений в современных условиях. В связи с этим роль управления реальным инвестированием в системе инвестиционной деятельности предприятия является важной.

Под реальными инвестициями понимают вложение капитала в создание реальных активов, связанных с ведением операционной деятельности и решением социально-экономических проблем хозяйствующего субъекта.

Предприятие-инвестор, осуществляя реальные инвестиции, увеличивает свой производственный потенциал – *основные производственные фонды и необходимые для их функционирования оборотные средства*.

К реальным инвестициям относятся вложения:

- в основной капитал;
- в материально-производственные запасы;
- в нематериальные активы.

Для реального инвестирования характерен ряд особенностей, основные из них следующие:

1. Реальное инвестирование – главная форма реализации стратегии экономического развития предприятия, которое можно обеспечить через высокоэффективное реальное инвестирование. Непосредственно стратегия экономического развития предприятия складывается из совокупности этих инвестиционных проектов, реализуемых во времени. Именно с помощью реального инвестирования у предприятия есть возможность успешно осваивать новые региональные и товарные рынки, обеспечивать постоянный рост рыночной стоимости предприятия.

2. Реальное инвестирование тесно взаимосвязано с операционной деятельностью предприятия, поскольку на его основе осуществляется увеличение объемов производства и реализации продукции, расширение ассортимента выпускаемой продукции, повышение ее качества, снижение текущих операционных издержек. В свою очередь реализованные предприятием реальные инвестиционные проекты в

большой степени предопределяют параметры будущей операционной деятельности и возможности увеличения ее объемов.

3. По сравнению с финансовыми инвестициями реальные инвестиции способны обеспечить, как правило, более высокий уровень рентабельности. Генерирование большей нормы прибыли служит побудительным мотивом осуществлять предпринимательскую деятельность в реальном секторе экономики.

4. Реализация реальных инвестиций обеспечивает для предприятия постоянный чистый денежный поток, который формируется даже тогда, когда эксплуатация внедренных инвестиционных проектов не приносит предприятию прибыль. Его формирование происходит путем амортизационных отчислений от основных фондов и нематериальных активов.

5. У реальных инвестиций высокий уровень риска морального старения, который сопровождает инвестиционную деятельность не только в период реализации каждого реального инвестиционного проекта, так и после внедрения проектов на стадии эксплуатации. Учитывая современный уровень технологического прогресса, можно говорить о тенденции к увеличению уровня риска морального старения на всех стадиях реализации реальных инвестиций.

6. У реальных инвестиций высокая степень антиинфляционной защиты. Практика показывает, что в условиях инфляции в экономике темпы роста цен на множество объектов реального инвестирования не только соответствуют темпу инфляции, но и зачастую даже обгоняют его за счет реализации ажиотажного инфляционного спроса предпринимателей на материальные объекты предпринимательской деятельности.

7. Ликвидность реальных инвестиций не высокая, поскольку у большинства форм этих инвестиций узкоцелевая направленность, и практически они не имеют альтернативного применения в хозяйстве в незавершенном виде. Поэтому крайне сложным может стать процесс финансового компенсирования неверных управленческих решений, связанных с началом реализации реального инвестирования.

Существуют *различные формы осуществления* реального инвестирования, основные из них следующие (рис.5.1):

1. Приобретение целостных имущественных комплексов – такое инвестирование осуществляют крупные предприятия для обеспечения отраслевой, товарной или региональной диверсификации своей деятельности. При помощи этой формы реального инвестирования обычно обеспечивается синергетический эффект, суть которого состоит в следующем. Во-первых, по сравнению с балансовой величиной, возрастает совокупная стоимость активов обоих предприятий за счет возможности более эффективно использовать их общий финансовый

потенциал. Во-вторых, такой эффект достигается за счет взаимного технологического дополнения и увеличения номенклатуры выпускаемой продукции, снижения величины операционных издержек, совместного использования сетей сбыта различных региональных рынков и т. д.

2. Новое строительство – инвестирование средств, связанное со строительством нового, индивидуально разработанного или типового проекта с полным технологическим циклом на специально отведенных территориях. Новое строительство необходимо предприятию, когда оно кардинально увеличивает объемы своей операционной деятельности, ее отраслевую, товарную или региональную диверсификацию, создает дочерние предприятия или филиалы в качестве перспективных планов.

3. Перепрофилирование – связано с инвестиционной деятельностью, обеспечивающей полную замену технологий производственных процессов с целью выпуска новых видов продукции.

4. Реконструкция – инвестирование с целью существенного преобразования с использованием новейших достижений научно-технического прогресса всего производственного процесса. Реконструкция осуществляется на основе комплексного плана предприятия по реконструкции с целью кардинально увеличить его производственный по-



Рис. 5.1. Виды форм реальных инвестиций

тенциал, существенно повысить качество производимой продукции, внедрить ресурсосберегающие технологии и т. п. При реконструкции могут быть расширены отдельные производственные здания и сооружения, если новое технологическое оборудование невозможно разместить в действующих помещениях, а также могут быть построены новые здания и сооружения того же назначения, что и ликвидируемые, бывшие в действии, дальнейшую эксплуатацию осуществлять целесообразно по экономическим либо технологическим причинам.

5. Модернизация – инвестирование с целью совершенствования и приведения активной части основных производственных фондов в такое состояние, которое соответствует современным требованиям осуществления технологических процессов. Модернизацию осуществляют через конструктивные изменения оборудования, механизмов, основного парка машин, которые используются на предприятии для осуществления операционной деятельности.

6. Обновление отдельных видов оборудования – инвестиционная деятельность, направленная на замену из-за физического износа, или дополнение в связи с ростом объема производства, или необходимость повысить производительность труда имеющегося парка оборудования новыми экземплярами, которые не изменяют общую схему существующего технологического процесса. Обновление какого-либо оборудования означает процесс простого воспроизводства активной части основных производственных фондов.

7. Инновационное инвестирование в нематериальные активы – инвестиционная операция, направленная на использование новых научно-технологических достижений в операционной и другой деятельности предприятия с целью получения коммерческого успеха. Инновационное инвестирование в нематериальные активы осуществляется в следующих формах:

1) приобретение готовой научно-технической продукции и прав интеллектуальной собственности (патенты на научные открытия, изобретения, промышленные образцы и товарные знаки, ноу-хау, лицензии на франчайзинг и т. п.);

2) разработка новой научно-технической продукции как самим предприятием, так и по его заказу соответствующими инжиниринговыми компаниями.

Инновационное инвестирование в нематериальные активы позволяет получить увеличение технологического потенциала предприятия по всем направлениям его производственно-хозяйственной деятельности.

8. Инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов – инвестиционная операция, направленная на увеличение объемов используемых в операционной деятельности оборотных активов предприятия. Такое инвестирование обеспечивает оптимальный ба-

ланс (пропорциональность) развития оборотных и внеоборотных операционных активов. Необходимость такого инвестирования обусловлена тем, что любое расширенное воспроизводство, которое можно обеспечить с помощью других форм реального инвестирования, предопределяет возможность выпускать дополнительный объем продукции. Однако такую возможность можно реализовать только в условиях соответствующего расширения объемов использования отдельных видов оборотных материальных активов, таких как сырье, материалы, полуфабрикаты, малоценные и быстроизнашивающиеся предметы и т. д.

Все рассмотренные формы реального инвестирования можно объединить по трем основным направлениям:

- *капитальное инвестирование* или *капитальные вложения* (1–6 формы);
- *инновационное инвестирование* (седьмая форма);
- *инвестирование прироста оборотных активов* (восьмая форма).

Выбор конкретного вида реальных инвестиций зависит от задач, направленных на расширение объемов операционного дохода предприятия, его отраслевой, товарной и региональной диверсификации, возможностей внедрения новых ресурсосберегающих технологий, которые направлены на снижение операционных издержек предприятия. Выбор формы инвестирования зависит также от объемов сформированных инвестиционных ресурсов предприятия – капитала в денежной и других формах, который направляется на капиталовложения в объекты реального инвестирования.

В классической модели рыночного хозяйства подавляющую долю реальных инвестиций составляют частные инвестиции.

Государство также принимает участие в инвестиционном процессе:

- *прямое – путем вложения капитала в государственный сектор;*
- *косвенное – предоставляя кредиты, субсидии, осуществляя политику экономического регулирования.*

Основная часть государственных инвестиций направляется в отрасли инфраструктуры, развитие которых необходимо для нормального хода общественного воспроизводства (наука, образование, здравоохранение, охрана окружающей среды, энергетика, система транспорта и связи).

5.2. Финансовое управление реальными инвестициями

Специфический характер реального инвестирования и его форм предопределяют определенные особенности управления ими на предприятии.

Политика управление реальными инвестициями (real investment management policy) – часть общей инвестиционной политики предприятия, обеспечивающая выбор и реализацию наиболее эффективных реальных инвестиционных проектов на предприятии.

Управление реальными инвестициями предприятия представляет собой систему принципов и методов подготовки, оценки и реализации наиболее эффективных реальных инвестиционных проектов, направленную на обеспечение достижения его инвестиционных целей. Рассмотрим основные этапы такого управления.

1-й этап: анализируют состояние реального инвестирования за предшествующий период. На данном этапе анализа оценивают инвестиционную активность предприятия за предыдущий период, а также степень завершенности реальных инвестиционных программ и проектов, начатых ранее.

Сначала изучают динамику общего объема инвестируемого капитала в увеличение реальных активов и удельный вес реальных инвестиций предприятия в общем объеме инвестиций в предыдущем периоде.

Далее рассматривают, насколько реализованы по объектам реального инвестирования отдельные инвестиционные проекты и программы, освоены инвестиционные ресурсы, предусмотренные на эти цели.

Затем определяют уровень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных программ и проектов, уточняют объем инвестиционных ресурсов, необходимых для полного завершения этих проектов и программ.

На последней стадии анализа исследуют уровень эффективности и соответствие проектируемым параметрам всех завершенных реальных инвестиционных проектов.

2-й этап: определяют общий объем реальных инвестиций на предстоящий период. Для расчета этого показателя используют планируемую величину прироста (которая обеспечивает увеличение объемов производственно-хозяйственной деятельности предприятия) основных и оборотных средств предприятия по отдельным их видам, а также нематериальных активов. Величина планируемого прироста может быть уточнена с учетом динамики объемов незавершенного капитального строительства (незаконченных капитальных вложений).

3-й этап: определяют формы реальных инвестиций исходя из конкретного направления инвестиционной деятельности предприятия, которое обеспечит не только воспроизводство основных средств и нематериальных активов предприятия, но и увеличение объемов оборотных активов предприятия.

4-й этап: разрабатывают (выбирают) инвестиционные проекты, соответствующие целям и формам реального инвестирования. К реальным инвестиционным проектам относят все крупномасштабные

реальные инвестиции, за исключением обновления отдельных видов оборудования и механизмов (в связи с их износом). Для подготовки крупномасштабных инвестиционных проектов требуется разработка самим предприятием их бизнес-планов. Если реальные инвестиционные проекты небольшие, то возможна разработка сокращенного варианта бизнес-плана, где изложены только те разделы, в которых показана целесообразность осуществления этих проектов.

Также на данном этапе изучают следующие позиции: текущее предложение на инвестиционном рынке; отдельные реальные инвестиционные объекты, которые наиболее полно соответствуют направлениям инвестиционной деятельности предприятия, их региональной и отраслевой диверсификации; условия и возможность покупки отдельных материальных и нематериальных активов (технологий, оборудования и т. п.), необходимых для обновления действующего состава. Далее проводят тщательную экспертизу отобранных инвестиционных объектов.

5-й этап: оценивают эффективность отдельных инвестиционных проектов, учитывая факторы риска. Инвестиционные проекты, которые были разработаны или выбраны на предварительном этапе, подробно анализируют и оценивают с позиции их эффективности (за критерий принимают рост рыночной стоимости предприятия). Параллельно идентифицируют и оценивают риски, которые характерны для каждого конкретного инвестиционного проекта, проверяют соответствие их общего уровня ожидаемой величине доходности проектов.

Также на данном этапе управления вместе с рисками отдельных инвестиционных проектов оценивают риски, которые характерны для реальных инвестиций данного предприятия в целом. Для этого направления инвестиционной деятельности характерно отвлечение в больших размерах и, как правило, на длительный период собственного капитала, что может отразиться на снижении уровня платежеспособности по текущим обязательствам предприятия. Кроме того, для финансирования крупных инвестиционных проектов могут быть привлечены значительные объемы заемных средств, что может отразиться на снижении уровня финансовой устойчивости предприятия в долгосрочном периоде. Поэтому процесс управления требует, чтобы степень влияния инвестиционных рисков на платежеспособность, финансовую устойчивость и доходность предприятия была спрогнозирована заранее.

6-й этап: формируют программу реального инвестирования на предприятии. На данном этапе отдельные инвестиционные проекты ранжируют по таким критериям, как уровень доходности, ликвидности, риска, соответствие общим целям инвестиционной политики предприятия и т. д. При этом на основе объективных ограничений (общий объем планируемых реальных инвестиций, возможный объем формирования инвестиционных ресурсов), в инвестиционную про-

грамму предприятия включают те инвестиционные проекты, которые способны обеспечить максимальные темпы его развития и увеличение рыночной стоимости в перспективе.

Если такая программа сформирована на основе приоритетных целей, таких как максимизация доходности, минимизация инвестиционных рисков и т. п., то дальнейшая оптимизация программы реального инвестирования не нужна. Если же в программе предусмотрена сбалансированность по отдельным целям, то инвестиционную программу предприятие оптимизирует с учетом различных целевых критериев (для достижения их сбалансированности), после чего программу принимают к непосредственной реализации.

7-й этап: обеспечивают реализацию отдельных инвестиционных программ и проектов. К основным инструментам, которые обеспечивают реализацию конкретных реальных инвестиционных проектов, относятся: выбранная схема их финансирования; разработанный капитальный бюджет; составленные календарные графики их реализации.

От выбранной схемы финансирования проекта зависит финансовая база его осуществления, на основе которой формируются необходимые инвестиционные ресурсы и разрабатываются бюджеты выполнения отдельных работ. Капитальный бюджет обычно разрабатывают на период до одного года, в нем должны быть отражены в полном объеме поступления и расходы средств, связанных с реализацией данного проекта.

Календарные графики реализации инвестиционных проектов (программы) определяют плановые периоды времени выполнения отдельных видов работ, а также предусматривают ответственность за исполнение, возлагаемую на конкретных представителей предприятия-заказчика или предприятия-подрядчика в соответствии с их функциональными обязанностями, которые изложены в контракте по выполнению данных работ. Они же принимают на себя и риски невыполнения отдельных видов работ.

8-й этап: обеспечивают постоянный мониторинг и контроль реализации инвестиционных программ и проектов. На данном этапе управления реальными инвестициями на предприятии организуют инвестиционный контроллинг, направленный на проверку основных результативных показателей по каждому инвестиционному проекту до завершения его жизненного цикла и в целом всей инвестиционной программы.

Инвестиционная программа должна постоянно корректироваться. Это связано, во-первых с технологическим прогрессом, появлением на инвестиционном рынке более производительных инвестиционных товаров и более эффективных объектов вложения капитала. Во-вторых, со снижением эффективности отдельных проектов в изменившихся условиях внешней среды или факторов внутреннего развития пред-

приятия. Часто приходится принимать решение о «выходе» отдельных проектов из инвестиционной программы.

Принять такое решение достаточно сложно, поскольку выход проекта часто влечет за собой не только потерю ожидаемого дохода, но и части вложенного капитала. Необходим не только глубокий анализ текущей конъюнктуры инвестиционного рынка, но и прогноз ее дальнейшего развития, т.к. снижение эффективности отдельных элементов инвестиционной программы может носить временный характер. Менеджер, принимающий такое решение должен быть высококвалифицированным.

Критерии выхода проекта из программы:

- чистый приведенный доход становится отрицательной величиной;
- внутренняя ставка доходности не отвечает неравенству: $ВСД > СП + Пр + Пл$ (ставка процента с учетом инфляции, премия за риск, премия за ликвидность);
- возрастание продолжительности инвестиционного цикла до начала эффективной эксплуатации объекта (например, выше 3 лет);
- увеличение периода окупаемости инвестиций (например, выше 5 лет);
- снижение срока возможной эксплуатации объекта (например, более чем на 30%);
- снижение имиджа компании и др.

Формы выхода:

- 1) отказ от реализации проекта до начала строительно-монтажных работ;
- 2) продажа объекта в форме объекта незавершенного строительства;
- 3) продажа на стадии начала эксплуатации в форме целостного имущественного комплекса;
- 4) привлечение на любой стадии реализации проекта дополнительного стороннего паевого капитала с минимизацией своей доли участия в инвестировании;
- 5) раздельная продажа активов закрываемого инвестиционного проекта и др.

5.3. Инвестиционный проект и его основные характеристики

Инвестиционный проект – это оформленная в виде документа инвестиционная инициатива хозяйствующего субъекта, предусматривающая вложение средств в конкретный объект реального инвестирования,

направленная на реализацию обусловленных во времени конкретных инвестиционных целей и получение определенных результатов.

Инвестиционные проекты, которые разрабатываются по отдельным формам реального инвестирования на предприятии, классифицируются по следующим признакам (см. рис.5.3.1).

1. По функциональной направленности выделяют следующие виды инвестиционных проектов предприятия:

- *инвестиционные проекты реновации.* Такого рода проекты направлены на замену выбывающих основных средств и нематериальных активов и осуществляются, как правило, за счет средств амортизационного фонда предприятия;

- *инвестиционные проекты развития.* Такие проекты характеризуют расширенное воспроизводство хозяйственной деятельности предприятия, обеспечивая ее рост в каждом новом цикле хозяйственного развития. Они в наибольшей степени обеспечивают прирост рыночной стоимости предприятия;

- *инвестиционные проекты санации.* Проекты такого вида разрабатываются в процессе антикризисного развития предприятия и направлены, как правило, на реструктуризацию его имущества или отдельных видов деятельности.

2. По целям инвестирования инвестиционные проекты классифицируют следующим образом:

- *инвестиционные проекты, обеспечивающие прирост объема выпуска продукции.* Такого рода проекты связаны с реализацией таких форм реального инвестирования как новое строительство, реконструкция, расширение парка оборудования, обеспечение прироста запасов материальных оборотных активов;

- *инвестиционные проекты, связанные с расширением (обновлением) ассортимента продукции.* Эти проекты нацелены на осуществление следующих форм реального инвестирования: новое строительство; перепрофилирование; покупка целостных имущественных комплексов, к которым относятся предприятия другого отраслевого профиля, обеспечивающие получение синергетического эффекта;

- *инвестиционные проекты, с помощью которых обеспечивается повышение качества продукции* – они обычно направлены на осуществление реконструкции предприятия, модернизации предприятия, целью которых является внедрение новых технологий и современной техники;

- *инвестиционные проекты, которые способствуют снижению себестоимости продукции* – они обычно направлены на осуществление реконструкции предприятия, модернизации предприятия, целью которых является снижение издержек производства и, следовательно, снижение себестоимости продукции;

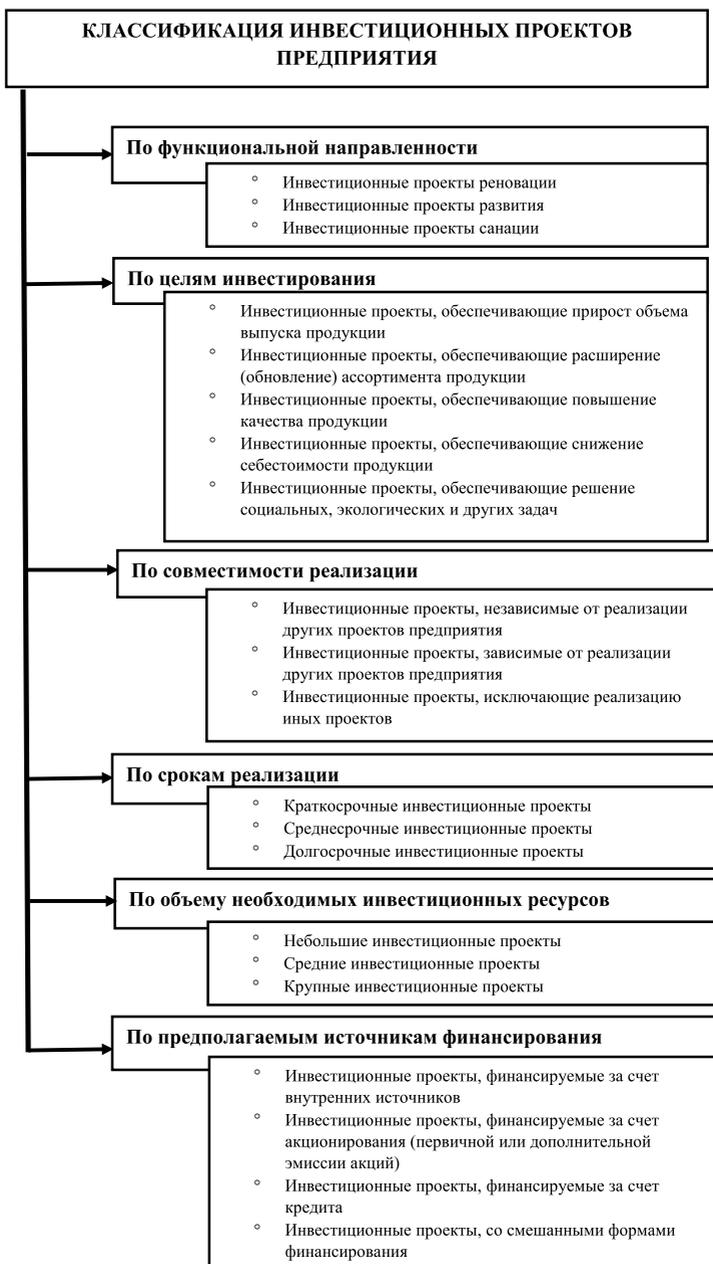


Рис. 5.3.1 Классификация инвестиционных проектов предприятия по основным признакам

- *инвестиционные проекты, направленные на решение социальных, экологических и других задач* – связаны с обеспечением реализации инвестиционных целей предприятия, не связанных непосредственно с экономической деятельностью.

3. По совместимости реализации выделяют:

- *инвестиционные проекты, независимые от реализации других проектов предприятия.* Такие проекты характеризуются наибольшей альтернативностью в достижении инвестиционных целей по каждой из форм реального инвестирования предприятия. Они также имеют и наибольшую альтернативность по времени осуществления. Альтернативные проекты являются конкурирующими; их оценка может происходить одновременно, но осуществляться может лишь один из них из-за ограниченности инвестиционных ресурсов или иных причин;

- *инвестиционные проекты, зависящие от реализации других проектов предприятия.* В принципе, комплекс таких проектов можно рассматривать как единый интегральный инвестиционный проект предприятия, отдельные составляющие структурные элементы которого могут быть реализованы лишь в определенной технологической или временной последовательности;

- *инвестиционные проекты, исключающие реализацию иных проектов.* Такие проекты, направленные на реализацию конкретной инвестиционной цели, исключают возможность использования альтернативных их видов.

4. В зависимости от сроков реализации существует следующая классификация инвестиционных проектов предприятия:

- *краткосрочные инвестиционные проекты* – срок их реализации определен периодом времени до одного года. Данные проекты реализуются в следующих формах реального инвестирования: обновление отдельных видов оборудования; инвестирование прироста запасов оборотных материальных активов; инновационное инвестирование;

- *среднесрочные инвестиционные проекты* – срок реализации таких проектов составляет 1–3 года. Такой период выполнения необходим для инвестиционных проектов, обеспечивающих модернизацию и реконструкцию технического парка предприятия, а также связанных с приобретением целостных имущественных комплексов;

- *долгосрочные инвестиционные проекты* – срок реализации обычно свыше трех лет. Такой период реализации требуется для крупномасштабных проектов, связанных с новым строительством или перепрофилированием предприятия, сопровождающимся полной его реконструкцией.

5. По объему необходимых инвестиционных ресурсов на уровне предприятия различают следующие виды инвестиционных проектов:

- *небольшие инвестиционные проекты.* Объем инвестиционных ресурсов для реализации таких проектов не превышает 100 тыс. долл. США;

- *средние инвестиционные проекты.* Необходимый объем инвестиционных ресурсов, обеспечивающих реализацию таких проектов, колеблется от 100 до 1000 тыс. долл. США;
- *крупные инвестиционные проекты.* Объем инвестиционных ресурсов, обеспечивающих реализацию таких проектов, превышает обычно 1 млн. долл. США.

Рассматривая классификацию инвестиционных проектов по этому признаку, следует отметить, что критерий их разделения в значительной степени зависит от отраслевой принадлежности предприятий. Поэтому дифференциация проектов по данному признаку должна конкретизироваться в рамках отдельных отраслей.

6. По предполагаемым источникам финансирования инвестиционные проекты классифицируют следующим образом:

- *инвестиционные проекты, для финансирования которых используются внутренние источники.* Такую форму финансирования применяют в основном для небольших инвестиционных проектов предприятия, которые обеспечивают реализацию следующих форм реальных инвестиций: приобретение недорогих видов нематериальных активов; прирост запасов оборотных материальных активов предприятия; обновление отдельных видов оборудования;

- *инвестиционные проекты, для финансирования которых используется акционирование.* К эмиссии акций предприятие может приступать тогда, когда необходимо реализовать не только средние, но и крупные инвестиционные проекты предприятия, имеющие стратегическое значение;

- *инвестиционные проекты, для финансирования которых используются заемные средства (кредит).* Такие инвестиционные проекты, как правило, связаны с финансовым лизингом оборудования, однако из-за высокой стоимости долгосрочных банковских кредитов такой вид инвестиционных проектов применяется не часто на современном этапе;

- *инвестиционные проекты, для финансирования которых используются смешанные формы финансирования.* В настоящее время в практической деятельности именно такие инвестиционные проекты получили наиболее широкое распространение..

7. По основной направленности могут быть:

- *коммерческие проекты,* главной целью которых является получение прибыли;
- *социальные проекты,* ориентированные, например, на решение проблем безработицы в регионе, снижение криминогенного уровня и т. д.;
- *экологические проекты,* основу которых составляет улучшение среды обитания;
- *другие.*

8. В зависимости от степени влияния результатов реализации инвестиционного проекта на внутренние или внешние рынки финансовых, материальных продуктов и услуг, труда, а также на экологическую и социальную обстановку:

- *глобальные проекты*, реализация которых существенно влияет на экономическую, социальную или экологическую ситуацию на Земле;
- *крупномасштабные проекты*, реализация которых существенно влияет на экономическую, социальную или экологическую ситуацию в отдельно взятой стране;
- *народнохозяйственные проекты*, реализация которых существенно влияет на экономическую, социальную или экологическую ситуацию в стране, и при их оценке можно ограничиваться учетом только этого влияния;
- *региональные, городские (отраслевые) проекты*, реализация которых существенно влияет на экономическую, социальную или экологическую ситуацию в определенном регионе, городе (отрасли);
- *локальные проекты*, реализация которых не оказывает существенного влияния на экономическую, социальную или экологическую ситуацию в определенных регионах и (или) городах, на уровень и структуру цен на товарных рынках.

Всем инвестиционным проектам присущи некоторые общие черты, позволяющие их стандартизировать. К ним относятся:

- наличие временного лага между моментом инвестирования и моментом получения доходов;
- стоимостная оценка проекта.

Промежуток времени между моментом появления проекта и моментом окончания его реализации называется *жизненным циклом проекта* (или проектным циклом).

Обоснование инвестиционных проектов предусматривает определенное их структурирование. С позиций финансового управления инвестиционными проектами наиболее актуальным является их структурирование по отдельным стадиям (фазам) жизненного (проектного) цикла, а также по функциональной направленности его разделов.

Выделяют следующие стадии жизненного цикла (проектного цикла):

- 1) *прединвестиционная стадия*, в процессе которой разрабатываются варианты альтернативных инвестиционных решений, проводится их оценка и принимается к реализации конкретный их вариант;
- 2) *инвестиционная стадия*, в процессе которой осуществляется непосредственная реализация принятого инвестиционного решения;
- 3) *постинвестиционная стадия*, в процессе которой обеспечивается контроль достижений предусмотренных параметров инвестиционных решений в процессе эксплуатации объекта инвестирования.

Первая фаза, непосредственно предшествующая основному объему инвестиций, во многих случаях не может быть определена достаточно точно. На этом этапе проект разрабатывается, готовится его технико-экономическое обоснование, проводятся маркетинговые исследования, осуществляется выбор поставщиков сырья и оборудования, ведутся переговоры с потенциальными инвесторами и участниками проекта.

Также здесь может осуществляться юридическое оформление проекта (регистрация предприятия, оформление контрактов и т. п.) и проводиться эмиссия акций и других ценных бумаг.

Как правило, в конце прединвестиционной фазы должен быть получен развернутый бизнес-план инвестиционного проекта. Все вышеперечисленные действия, разумеется, требуют не только времени, но и затрат. В случае положительного результата и перехода непосредственно к осуществлению проекта понесенные затраты капитализируются и входят в состав так называемых «предпроизводственных затрат» с последующим отнесением на себестоимость продукции через механизм амортизационных отчислений.

Следующий отрезок времени отводится под стадию инвестирования или фазу осуществления (*investment/implementation phase*). Принципиальное отличие этой фазы развития проекта от предыдущей и последующей фаз состоит, с одной стороны, в том, что начинают предприниматься действия, требующие гораздо больших затрат и носящие уже необратимый характер (закупка оборудования или строительство), а, с другой стороны, проект еще не в состоянии обеспечить свое развитие за счет собственных средств.

На данной стадии формируются постоянные активы предприятия. Некоторые виды сопутствующих затрат (например, расходы на обучение персонала, на проведение рекламных мероприятий, на пусконаладку и другие) частично могут быть отнесены на себестоимость продукции (как расходы будущих периодов), а частично – капитализированы (как предпроизводственные затраты).

С момента ввода в действие основного оборудования (в случае промышленных инвестиций) или по приобретении недвижимости или иного вида активов начинается третья стадия развития инвестиционного проекта – эксплуатационная (*operational*) фаза. Этот период характеризуется началом производства продукции или оказания услуг и соответствующими поступлениями и текущими издержками.

Значительное влияние на общую характеристику проекта будет оказывать продолжительность эксплуатационной фазы. Очевидно, что, чем дальше будет отнесена во времени ее верхняя граница, тем большей будет совокупная величина дохода.

По функциональной направленности разделов инвестиционный проект строится в соответствии с рекомендациями отдельных международных организаций, обеспечивающих инвестиционную поддержку их реализации.

Структура разрабатываемого инвестиционного проекта предприятия в разрезе основных разделов представлена на рисунке 5.3.

1. Краткая характеристика проекта (или его резюме). В этом разделе содержатся выводы по основным аспектам разработанного проекта после рассмотрения всех альтернативных вариантов, когда концепция проекта, ее обоснование и формы реализации уже определены. Ознакомившись с этим разделом, инвестор должен сделать вывод о том, отвечает ли проект направленности его инвестиционной деятельности и инвестиционной стратегии, соответствует ли он потенциалу его инвестиционных ресурсов, устраивает ли его проект по периоду реализации и срокам возврата вложенного капитала и т. п.

2. Предпосылки и основная идея проекта. В этом разделе перечисляются наиболее важные параметры проекта, которые служат определяющими показателями для его реализации, рассматривается регион расположения проекта в увязке с рыночной и ресурсной средой, приводится график реализации проекта и характеризуется его инициатор.



Рис. 5.3 Структура разрабатываемого инвестиционного проекта предприятия в разрезе основных разделов

3. Анализ рынка и концепция маркетинга. В нем излагаются результаты маркетинговых исследований, обосновывается концепция маркетинга и разрабатывается проект его бюджета.

4. Сырье и поставки. Этот раздел содержит классификацию используемых видов сырья и материалов, объем потребности в них, наличие основного сырья в регионе и обеспеченность им, программу поставок сырья и материалов и связанные с ними затраты.

5. Месторасположение, строительный участок и окружающая среда. В этом разделе подробно описываются месторасположение проекта, характер естественной окружающей среды, степень воздействия на нее при реализации проекта, социально-экономические условия в регионе и инвестиционный климат, состояние производственной и коммерческой инфраструктуры, выбор строительного участка с учетом рассмотренных альтернатив, оценка затрат по освоению строительного участка.

6. Проектирование и технология. Этот раздел должен содержать производственную программу и характеристику производственной мощности предприятия; выбор технологии и предложения по ее приобретению или передаче; подробную планировку предприятия и основные проектно-конструкторские работы; перечень необходимых машин и оборудования и требования к их техническому обслуживанию; оценку связанных с этим инвестиционных затрат.

7. Организация управления. В этом разделе приводится организационная схема и система управления предприятием; обосновывается конкретная организационная структура управления по сферам деятельности и центрам ответственности; рассматривается подробная смета накладных расходов, связанных с организацией управления.

8. Трудовые ресурсы. Этот раздел содержит требования к категориям и функциям персонала, оценку возможностей его формирования в рамках региона, организацию набора, план обучения работников и оценку связанных с этим затрат.

9. Планирование реализации проекта. В этом разделе обосновываются отдельные стадии осуществления проекта, приводится график его реализации, разрабатывается бюджет реализации проекта.

10. Финансовый план и оценка эффективности инвестиций. Этот раздел содержит финансовый прогноз и основные виды финансовых планов, совокупный объем инвестиционных затрат, методы и результаты оценки эффективности инвестиций, оценку инвестиционных рисков.

Разработка инвестиционных проектов предприятия может быть осуществлена с помощью специальных компьютерных программ – COMFAR, PROJECT EXPERT и других.

5.4. Финансирование инвестиционных проектов

Процесс реализации инвестиционного проекта должен быть обеспечен соответствующим финансированием, что является одной из наиболее важных проблем в инвестиционной деятельности. Финансированием должны быть обеспечены следующие процессы:

- реализация проекта в запланированном объеме;
- оптимальная структура инвестиций и причитающихся платежей по налогам, уплате процентов за пользование кредитными ресурсами;
- снижение инвестиционных проектных рисков;
- оптимальное соотношение заемных и собственных средств.

При обосновании направлений финансирования инвестиционных проектов определяют методы финансирования, а также структуру предполагаемых источников финансирования.

Методами финансирования инвестиционных проектов выступают способы привлечения ресурсов для инвестирования, необходимые для обеспечения финансовой реализации проектов.

Методами финансирования инвестиционных проектов могут быть следующие.

1. *Самофинансирование* – инвестирование только за счет собственных средств.

Внутреннее самофинансирование должно обеспечиваться средствами предприятия, которое планирует реализацию инвестиционных проектов, к таким средствам относятся следующие:

- уставный (акционерный) капитал;
- средства, аккумулируемые в процессе операционной деятельности других видов предпринимательской деятельности инвестора, в первую очередь к ним относят чистую прибыль и амортизационные отчисления.

При этом аккумулирование средств, необходимых для осуществления инвестиционного проекта, должно быть строго целевым, это может быть достигнуто через выделение инвестиционного проекта в самостоятельный бюджет.

Самофинансирование применяют в основном только для осуществления небольших инвестиционных проектов.

Для крупных инвестиционных проектов требуются значительные капиталы, поэтому их финансирование осуществляется не только за счет внутренних источников, привлекаются также внешние источники, к которым относят следующие: средства финансовых институтов; денежные ресурсы нефинансовых компаний; сбережения населения; государственное финансирование; капиталы иностранных инвесторов; дополнительные денежные вложения учредителей предприятия. Внешнее финансирование осуществляется через мобилизацию при-

влеченных и заемных средств (соответственно, долевое и кредитное финансирование).

У каждого источника финансирования имеются определенные достоинства и недостатки. Поэтому при реализации любого инвестиционного проекта необходим обоснованный выбор стратегии финансирования на основе анализа альтернативных методов и источников финансирования, тщательная разработка механизма финансирования.

2. *Акционирование* (сюда включают взносы паев и других видов поступлений в уставный капитал) – основано на долевом финансировании инвестиционных проектов, которое реализуется в следующих основных формах:

- дополнительная эмиссия акций (обыкновенных и привилегированных) действующей компании, организационно-правовая форма которой является акционерным обществом, с целью финансирования осуществления инвестиционного проекта.

Дополнительную эмиссию акций применяют при реализации крупных капиталоемких инвестиционных программ развития и инвестиционных проектов, направленных на отраслевую или региональную диверсификацию инвестиционной деятельности. Выпуск дополнительных акций в обращение привлекает значительные денежные ресурсы, которые необходимы при реализации крупномасштабных инвестиционных проектов.

Инвестиционные ресурсы у акционерного общества появляются только по окончании процесса размещения эмиссии акций, а для этого необходимо время, дополнительные расходы, доказательства финансовой устойчивости и информационной прозрачности предприятия и др. Процедура дополнительного выпуска акций также требует значительных операционных издержек и времени, поскольку необходима государственная регистрация выпуска и прохождение листинга. Процедура эмиссии также связана с затратами компании-эмитента на оплату услуг профессиональным участникам фондового рынка, которые выполняют функции по андеррайтингу и инвестиционному консалтингу;

- для компаний, функционирующих в других организационно-правовых формах, привлечение дополнительных средств, направляемых на реализацию инвестиционного проекта, осуществляется посредством инвестиционных вкладов, взносов и паев учредителями, а также приглашенными сторонними соучредителями в уставный капитал. Для этого способа финансирования характерны меньшие операционные издержки, чем при дополнительной эмиссии акций, вместе с тем объемы финансирования в этом способе более ограничены;

- создание нового предприятия, которое предназначено специально для реализации инвестиционного проекта – один из способов целевого долевого финансирования, который находит применение:

1) у частных предпринимателей, учреждающих предприятие с целью реализации своих инвестиционных проектов, которые нуждаются в привлечении дополнительного капитала со стороны партнеров;

2) у крупных диверсифицированных компаний, организующих новое предприятие, в том числе на базе своих структурных подразделений;

3) для реализации проектов расширенного производства продукции.

Для финансового обеспечения инвестиционных проектов в таких случаях привлекают взносы сторонних соучредителей с целью формирования уставного капитала нового предприятия, учреждают или выделяют со стороны материнской компании специализированные проектные компании (дочерние предприятия), создают новое предприятие посредством передачи ему части активов действующего предприятия.

3. *Кредитное финансирование* – осуществляется за счет инвестиционных кредитов банка, выпуска целевых облигационных займов.

Инвестиционный кредит, как наиболее эффективную форму внешнего финансирования инвестиционных проектов, используют тогда, когда предприятие не может обеспечить выполнение инвестиционного проекта за счет внутренних источников – собственных средств или выпуска ценных бумаг. Данная форма привлекательна по следующим обстоятельствам:

- возможность разработать гибкую схему финансирования;
- отсутствие затрат, необходимых на регистрацию и размещение ценных бумаг;
- использование эффекта финансового рычага, который позволяет увеличить показатели рентабельности собственного капитала, моделируя соотношение собственных и заемных средств в общей структуре инвестиций и стоимость заемных ресурсов;
- уменьшение налогооблагаемой прибыли, поскольку выплаты процентов за кредит относятся на затраты, которые включают в себестоимость продукции.

Инвестиционные кредиты предоставляются в основном на средние и долгосрочный период. Срок инвестиционного кредита зависит, прежде всего, от срока реализации инвестиционного проекта. В условиях инвестиционного кредита может быть предусмотрен льготный период, в течение которого предоставляется отсрочка погашения основной суммы долга, тем самым облегчается обслуживание кредита. Однако отсрочка погашения основного долга приводит к увеличению стоимости кредита, поскольку проценты начисляются на непогашенную сумму долга.

В российской практике инвестиционные кредиты оформляют соответствующим кредитным договором как срочную ссуду, срок пога-

шения которой находится в интервале от трех до пяти лет. Также на данный срок банк может открыть клиенту кредитную линию.

Чтобы получить инвестиционный кредит следует выполнить следующие наиболее распространенные условия:

- подготовить для банка бизнес-план инвестиционного проекта, который является основанием для принятия решений о выдаче кредита, при этом принимают во внимание показатели эффективности проекта, а также возможность и условия возврата кредита;
- предоставить залоговое обеспечение, гарантирующее возвратность кредита;
- предоставить банку-кредитору необходимую документацию для получения информации об устойчивом финансовом состоянии и инвестиционной кредитоспособности заемщика;
- выполнить гарантийные обязательства, которые банк-кредитор накладывает на заемщика;
- обеспечить банку-кредитору возможность контроля целевого расходования кредитных средств, предназначенных для финансирования конкретных инвестиционных проектов.

Целевые облигационные займы основаны на эмиссии корпоративных облигаций предприятием-инициатором облигационного займа, средства от размещения которого направляются на финансирование конкретного инвестиционного проекта. Эмиссия корпоративных облигаций и их размещение дают предприятию возможность получить привлеченные средства, предназначенные для финансирования инвестиционных проектов, на условиях более выгодных, чем банковский кредит, так как:

- нет необходимости предоставлять банку залоговое обеспечение;
- появляется возможность привлечь значительные денежные средства на долгосрочный период, стоимость которых значительно ниже. Кроме того у предприятия-эмитента появляется возможность прямого доступа к ресурсам мелких инвесторов;
- в отличие от инвестиционных банковских кредитов, погашение основного долга по облигациям осуществляется, как правило, по окончании срока обращения займа, это дает возможность погашать основной долг за счет доходов, получаемых от реализации проекта;
- отсутствует необходимость представлять кредитору детальный бизнес-план инвестиционного проекта, поскольку в проспекте эмиссии облигаций содержатся только общие характеристики инвестиционного проекта;
- отсутствует необходимость предоставлять каждому потенциальному покупателю облигаций дополнительную внутреннюю финансовую информацию, поскольку основная информация содержится

в проспекте эмиссии. Отчет о процессе реализации инвестиционного проекта также предоставлять не нужно;

- при возникновении каких-либо осложнений в процессе реализации инвестиционного проекта, у предприятия-эмитента есть возможность выкупить собственные облигации, причем выкупная цена может быть ниже назначенной при первичном размещении облигационного займа;
- вероятность вмешательства кредиторов во внутреннюю деятельность предприятия в силу раздробленности держателей облигаций минимальна;
- у предприятия-эмитента имеется возможность оперативно управлять задолженностью.

Вместе с тем для привлечения инвестиционных ресурсов путем выпуска целевых облигационных необходимо выполнение компанией-эмитентом ряда требований. Во-первых, чтобы покрыть затраты на эмиссию и размещение облигаций, у компании-эмитента должно быть устойчивое финансовое положение, рациональный и финансово-обоснованный внутренний бизнес-план по инвестиционному проекту. Поскольку процедура выпуска облигаций является достаточно сложной, предприятия могут привлекать к этой процедуре профессиональных участников фондового рынка – андеррайтеров (инвестиционные компании и банки). Оплата услуг профессиональных посредников достигает от 1 до 4-х процентов номинальной стоимости выпуска для большого объема облигационного займа, кроме того, выпуская облигации, эмитент обязан произвести государственную регистрацию эмиссионных ценных бумаг и уплатить пошлину в госбюджет за процедуру регистрации этого выпуска.

4. *Лизинг* – это имущественные отношения, возникающие при передаче объекта лизинга, которым может быть и движимое, и недвижимое имущество во временное пользование или сдаче в долгосрочную аренду. Лизинг – *это такой* вид инвестиционной деятельности, когда по договору финансовой аренды (лизинг) арендодатель (лизингодатель) приобретает у определенного продавца в собственность имущество с последующим предоставлением его арендатору (лизингополучателю) в пользование за определенную плату (лизинговые платежи).

Лизинговые отношения имеют отличительные особенности по сравнению с обычной арендой:

- объект сделки выбирает лизингополучатель, а лизингодатель приобретает за свой счет это оборудование;
- срок лизинговой сделки меньше, чем срок физического износа оборудования;
- по окончании действия договора лизинга, у лизингополучателя есть возможность либо продолжить срок аренды по льготной ставке,

либо выкупить по остаточной стоимости лизинговое имущество или оборудование;

- лизингодателем в сделке, как правило, являются финансово-кредитные институты – лизинговые компании, банки.

Лизинговые сделки по ряду признаков можно рассматривать и как кредитную операцию, и как производственное инвестирование, поскольку с одной стороны, лизинг – это вложение капитала в движимое и недвижимое имущество с целью получения дохода, а с другой стороны *лизинговые отношения, как и кредитные, строятся на принципах срочности, возвратности, платности.*

Рассматривая лизинг как разновидность кредитных отношений, следует отметить, что по сравнению с традиционной кредитной сделкой лизинг имеет ряд преимуществ:

- лизингополучатель получает имущество в лизинг с целью осуществления инвестиционного проекта, не имея предварительно накопленных собственных средств и не привлекая на инвестиционные цели дополнительные внешние источники;

- лизинг можно использовать как единственный метод финансирования инвестиционного проекта, реализуемого предприятием, у которого еще нет кредитной истории и достаточных активов, принимаемых в качестве залога по кредиту, а также, если предприятие находится в затруднительном финансовом положении;

- поскольку обеспечением лизинговой сделки является взятое в лизинг имущество, для оформления лизинговой сделки не требуется дополнительных гарантий, как при получении банковских кредитов;

- коммерческая эффективность инвестиционного проекта при использовании лизинга повышается за счет льготного налогообложения и применения ускоренной амортизации. Кроме того, удешевляются некоторые работы, связанные с приобретением имущества (предпродажная подготовка оборудования, его монтаж, контроль качества, оплата консультационных, координирующих и информационных услуг и т. д.);

- график лизинговых платежей отличается значительной гибкостью, он формируется исходя из реальных финансовых возможностей лизингополучателя и его особенностей;

- банковский кредит выдается обычно в размере от 50 до 80% стоимости приобретаемого оборудования, а лизинговая операция позволяет полностью профинансировать капитальные затраты, при этом не требуются немедленные выплаты лизинговых платежей.

5. *Бюджетное финансирование* инвестиционных проектов осуществляется, как правило, через финансирование и финансовую поддержку целевых инвестиционных программ. Бюджетные средства при этом используются в таких основных формах, как инвестиции в

уставный капитал действующих или вновь создающихся предприятий, предоставление гарантий и субсидий, бюджетные кредиты, включая инвестиционный налоговый кредит.

Если государственные бюджетные инвестиции предоставляются юридическим лицам, которые не являются предприятиями государственной собственности, то у государства одновременно с финансированием возникает право собственности на долю в уставном капитале такого юридического лица и его имущество. Объекты производственного и непромышленного назначения, созданные за счет бюджетного инвестирования, передаются в управление соответствующим органам управления государственным имуществом в части, эквивалентной уставному капиталу и имуществу.

Для осуществления бюджетного финансирования, государство на конкурсной основе проводит отбор среди всех инвестиционных проектов, поэтому инвестор может рассчитывать лишь на следующие формы финансовой поддержки государства в реализации выбранных проектов:

- бюджетный кредит – средства федерального бюджета предоставляются на основе возвратности и платности для финансирования расходов по реализации высокоэффективных инвестиционных проектов. Срок возврата инвестируемых средств составляет обычно два года, проценты за пользование предоставленным кредитом устанавливаются в размере, зависящем от действующей учетной ставки Центрального банка. Условия предоставления и использования, возврата и платы за предоставляемый кредит оговариваются в договорах, которые Министерство финансов заключает с уполномоченными коммерческими банками;

- переход в государственную собственность части акций предприятий, создаваемых в форме акционерных обществ, которые были реализованы посредством рынка ценных бумаг по истечении двух лет с момента получения прибыли от реализации проекта (с учетом срока окупаемости). Выручка от реализации этих акций направляется в доход соответствующего бюджета;

- предоставление государством гарантий, связанных с компенсацией части финансовых ресурсов, вложенных инвестором в проект, в случае если инвестиционный проект не будет выполнен не по вине инвестора. В последнее время данная форма финансирования инвестиционных проектов практически не используется.

6. *Смешанное финансирование* – осуществляется путем комбинации различных способов, например, одна часть проекта финансируется за счет банковского кредита, а другая часть – за счет бюджетного кредита.

7. *Проектное финансирование* – метод финансирования, для которого характерен особый способ обеспечения возвратности вложений, в основе которого лежат в основном только денежные доходы,

получаемые от инвестиционного проекта. Характерным является и оптимальное распределение всех рисков, связанных с проектом, между сторонами-участниками реализации.

Существует множество толкований термина «проектное финансирование».

Проектное финансирование в широком смысле – это совокупность форм и методов финансового обеспечения, направленных на реализацию инвестиционного проекта, т. е. проектное финансирование является способом мобилизации различных источников и методов финансирования, их комплексного использования для каждого конкретного инвестиционного проекта. Проектное финансирование в данной трактовке имеет строго целевой характер использования средств только в рамках осуществления инвестиционного проекта.

Для проектного финансирования характерен особый способ обеспечения возвратности вложений, в основу которого положены инвестиционные качества самого проекта и те доходы, которые будут получены вновь создаваемым или реструктурированным предприятием в будущем. Специфический механизм проектного финансирования включает анализ технических и экономических характеристик инвестиционного проекта, а также оценку связанных с ним рисков. Источником возврата инвестированных средств становятся доходы проекта, которые остаются после покрытия всех затрат.

Особенность этой формы финансирования состоит также в возможности совмещать различные виды капитала (государственного, банковского, частного, международного), а также осуществлять распределение рисков между участниками инвестиционного проекта (в отличие от традиционной кредитной сделки).

Для проектного финансирования характерен широкий состав кредиторов, в связи с этим могут быть созданы консорциумы, интересы которых представлены, в основном, наиболее крупными финансовыми институтами – банками-агентами. Финансирование крупных капиталоемких проектов связано с повышенными рисками, а финансовые возможности кредитования таких проектов у отдельных банков ограничены, поэтому они стараются не принимать на себя риски финансирования крупных проектов. Управляя инвестиционными рисками, банки диверсифицируют риски своих инвестиционных портфелей, используют при этом различные организационные схемы, способствующие снижению рисков, в частности, распределение рисков в определенных долях между банками.

Проектное финансирование может быть параллельным и последовательным.

1. Параллельное, или совместное, финансирование может осуществляться в двух основных формах:

- независимое параллельное финансирование, при котором заемщик заключает кредитные договоры в нескольких банках и каждый банк осуществляет финансирование своей части инвестиционного проекта;

- софинансирование, при котором банки создают консорциум, где участие каждого банка лимитируется определенным объемом кредита. В дальнейшем контроль выполнения кредитного договора, а иногда и реализации инвестиционного проекта, а также необходимые расчеты выполняет уполномоченный консорциумом банк-агент, который получает за комиссионное вознаграждение за данные операции.

2. Последовательное финансирование предполагает участие крупного банка – инициатора кредитного соглашения, а также банков-партнеров. У крупного банка имеются значительные кредитные ресурсы, высокая репутация, эксперты, имеющие опыт в инвестиционном проектировании, поэтому такой банк, получая кредитную заявку, проводит оценку проекта, составляет кредитный договор и выдает кредит.

Но даже у крупного банка не всегда есть возможность профинансировать капиталоемкий проект без ущерба своему финансовому состоянию. Поэтому, выдавая кредит предприятию-заемщику, банк-инициатор осуществляет передачу своих требований по обслуживанию долга другим кредиторам, при этом он получает комиссионные и снимает со своего баланса дебиторскую задолженность. Еще одним способом передачи требований банками-организаторами является секьюритизация, означающая размещение кредита среди инвесторов. Банк-инициатор продает дебиторскую задолженность по кредиту трастовой компании, которая выпускает под нее ценные бумаги и размещает их среди инвесторов через инвестиционные банки. Средства, которые поступают от заемщика на погашение задолженности, должны быть зачислены в специальный фонд по выкупу ценных бумаг. Когда наступает срок погашения, инвесторы предъявляют трастовой компании ценные бумаги, которая должна их выкупить. Часто банки-организаторы продолжают обслуживать кредитную сделку путем инкассации платежей, которые поступают от заемщика.

Банки, осуществляя финансирование инвестиционных проектов, принимают на себя кредитный риск. Различают *три степени кредитного риска*:

- с полным регрессом (обратным требованием о возмещении задолженности, предъявляемым одним лицом другому) на заемщика. При таком способе проектного финансирования банк не берет на себя риски по финансируемому инвестиционному проекту и ограничивает свое участие путем выплаты денежных средств против предоставленных гарантий;

- с ограниченным регрессом на заемщика – когда кредитор принимает на себя проектные риски частично;

- без регресса на заемщика – когда кредитор полностью принимает на себя риски по финансируемому проекту.

В настоящее время в мировой практике наиболее широко распространено проектное финансирование с полным регрессом на заемщика, поскольку при такой форме финансирования есть возможность быстро получить необходимые средства для инвестирования, а также стоимость кредита в этом случае более низкая.

Одной из наиболее распространенных форм является проектное финансирование с ограниченным регрессом на заемщика, поскольку здесь все риски по реализации проекта распределяются между участниками таким образом, чтобы у них была возможность принимать только те риски, которые зависят непосредственно от них. Например, заемщик берет на себя все риски, связанные с эксплуатацией объекта, а подрядчик принимает риски по завершению строительства и т. п. Проектное финансирование без регресса на заемщика в современных условиях хозяйствования практически не применяется.

ТЕМА 6. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

6.1. Показатели оценки эффективности реальных инвестиционных проектов

Оценка эффективности инвестиционного проекта играет большую роль, поскольку от правильности оценки зависят не только результаты деятельности отдельных предприятий, но и всего общественного производства. Для оценки инвестиционных проектов используют следующие основные критерии:

- финансовую состоятельность проектов – используют при анализе платежеспособности проекта в ходе его реализации;
- эффективность инвестиций – отражает потенциальную способность проекта сохранять покупательную ценность инвестируемых средств и обеспечивать необходимый их прирост.

Финансовая оценка инвестиционных проектов предполагает расчет несколько групп показателей, среди которых выделяют:

1) коэффициенты рентабельности (рентабельность активов, собственного и инвестиционного капитала, если привлекаются внешние источники финансирования) – отражают уровень доходности проекта за определенный период времени;

2) коэффициенты оборачиваемости (оборотность активов, собственного и инвестиционного капитала, оборотных средств, продолжительность оборота направленных на выполнение проекта средств) – характеризуют скорость перехода ресурсов из материальной формы в денежную форму;

3) коэффициенты финансовой устойчивости (коэффициент концентрации собственного капитала и заемного капитала, коэффициент финансовой зависимости) – показывают степень защищенности интересов участвующих в проекте кредиторов и инвесторов, и способность предприятия к погашению долгосрочной задолженности;

4) коэффициенты ликвидности – означают способность предприятия покрыть текущие обязательства за счет средств, получаемых от проекта.

Основными направлениями, где используют коэффициенты финансовой оценки проектов, являются:

- анализ рентабельности активов и разработка мероприятий по повышению уровня рентабельности;

- выбор источников финансирования проекта, обеспечивающих превышение рентабельности собственного капитала над рентабельностью всех активов.

Оценка эффективности инвестиционных проектов является необходимым условием при принятии обоснованных инвестиционных решений. Существующие методы, с помощью которых осуществляют такую оценку, делят на две группы: *простые и сложные методы* оценки инвестиционных проектов.

Простые методы не учитывают разную во времени стоимость денег, в а сложные методы оценки основан на учете этого параметра. Разная стоимость денег зависит от инфляции, инвестиционных рисков, а также периода времени, в течение которого деньги будут приносить инвестору максимальный доход.

Простыми методами оценки эффективности инвестиционных проектов являются следующие:

- расчет коэффициентов эффективности инвестиций;
- расчет срока окупаемости вложений.

Чтобы рассчитать коэффициент эффективности инвестиций определяют соотношение показателя чистой прибыли за период, как правило, за год, и средней величины инвестиций.

Среднюю величину инвестиций можно определить путем деления первоначальной суммы пополам, если предполагается, что все капитальные затраты будут списаны по окончании времени реализации данного проекта.

Показатели эффективности инвестиционных проектов заимствованы из зарубежных источников, поэтому их обозначают соответствующими символами. Так, учетная норма прибыли – Accounting Rate of Return (ARR), рассчитывается по следующей формуле:

$$ARR = PN / (IC / 2), \quad (6.1.1)$$

где: PN – величина чистой прибыли; IC – сумма инвестиций.

Для данного показателя характерна простота расчета, используют его в основном на первых этапах, когда необходима приблизительная оценка.

Срок окупаемости – это промежуток времени, через который возмещаются затраты на инвестиции. В зависимости от равномерности распределения прогнозируемых доходов от инвестиций применяют два подхода к расчету этого показателя:

1) если каждый год от проекта поступают равные суммы, то срок окупаемости можно определить, разделив вложения по проекту на годовые доходы, поступающие от инвестиций;

2) если прибыль поступает неравномерно, то срок окупаемости можно рассчитать суммируя количество лет, в течение которых инвестиции будут погашены накопленным (кумулятивным) доходом.

В англоязычных терминах срок окупаемости называется Payback Period (PP), формула расчета следующая:

$$PP = \min N, \text{ при котором } \sum_{k=1}^N P_k \geq IC, \quad (6.1.2-1)$$

где: N – год окупаемости проекта; P_k – накопленный доход от реализации проекта в году k .

Существует модификация этого показателя – дисконтированный срок окупаемости проекта DPP (Discounted Payback Period), которая учитывает временной аспект и дисконтирует поступления:

$$DPP = \min N, \text{ при котором } \sum_{k=1}^N \frac{C_k}{(1+r)^k} \geq IC, \quad (6.1.2-2)$$

где: C_k – поток денежных средств в году k ; r – ставка дисконтирования.

С помощью данного метода осуществляют ранжирование альтернативных проектов по сроку окупаемости, и в определенной мере по уровню риска.

При применении сложных (динамических) методов оценки эффективности инвестиций во времени используют дисконтирование, представляющее из себя приведение разных временных денежных потоков (поступлений и выплат) к единому моменту времени.

Поскольку денежные потоки распределены во времени, их необходимо продисконтировать, при этом коэффициентом дисконтирования служит показатель, устанавливаемый участниками проекта и отражающий требование инвестора к норме доходности по проекту.

Оценку эффективности приведенных инвестиций проводят по следующим показателям:

- чистый дисконтированный доход (интегральный эффект) – отражает сумму текущего эффекта за расчетный период, приведенную к базисному году;
- индекс доходности – представляет из себя результат расчета чистого дисконтированного дохода, определяемого как отношение суммы приведенного дохода (эффекта) к величине инвестиций;
- внутренняя норма доходности – это такая норма доходности (норма дисконта), при которой приведенный эффект равен приведенным инвестициям, т. е. интегральный эффект проекта будет равен нулю;
- срок окупаемости с учетом дисконтирования – дает более точную оценку срока окупаемости, величина которого получится больше, чем обычный срок окупаемости.

Расчет осуществляется по следующей формуле:

$$NPV = \sum_{k=1}^k \frac{P_k}{(1+r)^k}, \quad (6.1.3)$$

где: NPV (Net Present Value) – чистый дисконтированный доход; IC – инвестиции; r – ставка дисконта; k – период, в котором получен доход.

Если инвестиции совершаются не одновременно:

$$NPV = \sum_{k=1}^k \frac{P_k}{(1+r)^k} - \sum_{k=1}^k \frac{IC}{(1+r)^k}. \quad (6.1.4)$$

Расчет индекса доходности:

$$PI = \sum_{k=1}^k \frac{P_k}{(1+r)^k} : IC, \quad (6.1.5)$$

где: PI (Profitability Index) – индекс доходности инвестиций.

Расчет внутренней нормы доходности:

$$IRR = r, \text{ при которой } NPV = f(r) = 0 \quad (6), \quad (6.1.6)$$

где: IRR (Internal Rate of Return) – внутренняя норма доходности.

Как уже отмечалось, государство принимает участие в инвестировании в различных формах, что определяет особую структуру доходов и расходов соответствующих бюджетов, осуществляющих инвестиции.

Эффективная реализация проекта отражается на доходах и расходах соответствующего государственного или муниципального бюджета. Для более точного расчета, доходы и расходы бюджета тоже дисконтируют. На основе полученных значений определяют срок окупаемости, рентабельность бюджетных инвестиций, степень финансового участия государства (субъекта федерации, местного самоуправления) в реализации проекта, которая рассчитывается отношением величины бюджетных расходов к общим затратам по проекту.

Доходы бюджета от реализации проектов складываются из:

1) налоговых поступлений в бюджет согласно действующему законодательству;

2) страховых взносов во внебюджетные фонды;

3) платы за природные ресурсы, поступающей от осуществления проекта, направленного на разработку и эксплуатацию земельных недр;

4) доходов от лицензирования, проведения тендеров, связанных с разведкой, проектированием, строительством, эксплуатацией объектов, предусмотренных проектом;

5) дивидендов по ценным бумагам, выпускаемых государством, средства от эмиссии которых направляются на финансирование проекта;

6) выплаты процентов и возврата основного долга по ссудам, выдаваемым участникам проекта из бюджетов;

7) платежей по налоговому кредиту;

8) платы за гарантии, предоставляемые государством по кредитам.

К расходам бюджета на осуществление инвестиционного проекта относят:

1) средства, направленные на прямое финансирование, осуществляемое через субсидии (на безвозмездной основе), а также на возмездной основе, путем инвестиционного кредитования, покупки в государственную собственность части акций, выпускаемых для осуществления проекта;

2) дотации, выделяемые из бюджетов и направленные на проведение ценовой политики, соблюдение некоторых социальных приоритетов;

3) выплату пособий (в случае увольнения в связи с закрытием или реорганизацией старого производства);

4) выплату по гарантийным обязательствам займов, не погашенных заемщиком, в случае наступления событий, предусмотренных в гарантии.

Эффективность проекта оценивают с точки зрения эффективности проекта в целом и эффективности участия в проекте.

Эффективность проекта означает, что проект соответствует поставленным участниками проекта целям и задачам и состоит из следующих показателей:

1) общественной (социально-экономической) эффективности проекта;

2) коммерческой эффективности проекта.

Социально-экономическая эффективность проекта означает эффективность с точки зрения общества, при этом учитываются затраты и результаты, внешние по отношению к проекту, формирующиеся в смежных секторах экономики.

Такую эффективность не всегда можно оценить в количественном выражении (отсутствие соответствующих нормативно-методических указаний), в таких случаях применяют экспертные оценки, а также проводят качественную оценку влияния проекта.

Коммерческая эффективность проекта подразумевает финансовый результат реализации инвестиционного проекта для участников, при этом предполагается, что участники осуществляют все затраты, которые требуются в процессе реализации проекта, и пользуются всеми результатами проекта.

Эффективность участия в проекте необходимо рассчитывать, чтобы проверить его реализуемость и заинтересованность всех участников в осуществлении проекта. К показателям эффективности относятся:

- эффективность инвестиционных проектов для предприятий-участников;

- эффективность для акционерных предприятий-участников инвестиционного проекта;

- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня по отношению к предприятиям-участникам инвестиционных проектов (региональных, народнохозяйственных, отраслевых, включая эффективность для холдингов, ФПГ);
- бюджетная эффективность (расходы и доходы государственных и региональных бюджетов по проекту).

6.2. Критерии принятия решений реализации инвестиционных проектов

Сложность принятия решений по инвестиционным проектам зависит от сочетания множества факторов: вида инвестиций, стоимости инвестиционного проекта, количества доступных проектов, наличия финансовых ресурсов для инвестиций, уровня риска, связанного с принятием соответствующего решения.

Решения, принимаемые по проектам, классифицируют следующим образом.

1. Обязательные инвестиции – необходимый объем инвестиций, обеспечивающий нормальное функционирование предприятия:
 - уменьшение вреда окружающей среде;
 - улучшение условий труда до общепринятых показателей.
2. Решения, связанные со снижением затрат:
 - совершенствование используемых технологий;
 - повышение качества продукции, работ, услуг;
 - улучшение организации труда и управления.
3. Решения, связанные с расширением и обновлением предприятия:
 - инвестирование в новое строительство (возведение объектов со статусом юридического лица);
 - инвестирование в расширение предприятия (освоение новых площадей);
 - инвестирование в реконструкцию предприятия (строительство на действующих площадях, включая частичную замену оборудования);
 - инвестирование на техническое перевооружение (замена и модернизация оборудования).
4. Решения, направленные на приобретение финансовых активов:
 - организация стратегических альянсов (синдикатов, консорциумов и т. п.);
 - слияние и поглощение фирм;
 - использование различных финансовых инструментов в операциях с основным капиталом.
5. Решения, связанные с освоением новых рынков и внедрением новых услуг.

6. Решения, направленные на приобретение нематериальных активов.

Ответственность по принятию инвестиционных проектов в том или ином направлении разная. Например, если инвестиции направляются на замещение действующих производственных мощностей, решение может быть достаточно безболезненным, поскольку у руководства фирмы имеются четкие представления, в каких объемах и с какими характеристиками требуются новые основные средства. Если речь идет об инвестициях, направляемых на расширение основной деятельности, то задача по принятию решения усложняется. В такой ситуации следует учесть дополнительные факторы: возможное изменение положения фирмы на товарном рынке, доступность дополнительных объемов материальных, трудовых и финансовых ресурсов, возможность освоения новых рынков и т. д.

Наиболее важным является решение об объемах предполагаемых инвестиций, поскольку степень ответственности по принятию проекта стоимостью 10 тыс. долл. и 100 тыс. долл. различна. Поэтому аналитическая проработка экономического обоснования проекта, предшествующая принятию решения, должна в обоих случаях отличаться. Кроме того, на многих предприятиях применяют стандартную практику по дифференцированию права принятия инвестиционных решений, а именно: ограничивают максимальный размер инвестиций, в рамках которого соответствующий руководитель полномочен принимать решения самостоятельно.

Часто необходимо принимать решения в условиях, когда имеются альтернативные или взаимно-независимые проекты. В такой ситуации, принимая решение о выборе одного или нескольких проектов, необходимо основываться на определенных критериях, которых может быть несколько, а вероятность того, что выбранный проект окажется предпочтительней остальных по всем критериям, как правило, минимальна.

Два анализируемых проекта считаются независимыми, когда решение о принятии одного из них не влияет на решение о принятии другого.

Два анализируемых проекта признаются альтернативными, когда их нельзя реализовать одновременно, т. е. при принятии одного из них, второй проект автоматически отвергается.

В рыночной экономике существует множество возможностей для инвестирования. Вместе с тем, финансовые ресурсы, требуемые для инвестирования, у любого предприятия ограничены, в связи с этим необходимо осуществлять оптимизацию инвестиционного портфеля.

Необходимо принимать во внимание инвестиционные риски, поскольку результаты инвестиционной деятельности существенно зависят от их влияния и могут варьироваться в условиях неопределенности.

Например, при приобретении новых основных средств заранее спрогнозировать точный экономический эффект от их внедрения невозможно, в связи с этим часто решения принимают, основываясь на интуицию.

Принимая инвестиционные решения, необходимо использовать различные формализованные и неформализованные методы и критерии, степень сочетания которых можно определить на основе разных обстоятельств, включая те, насколько менеджер знает имеющийся аппарат, используемый в каждом конкретном случае.

Существует целый ряд формализованных методов, используемых в отечественной и зарубежной практике, которые позволяют выполнить обоснованные расчеты, принимаемые за основу при реализации решений в области инвестиционной политики. Не существует универсального метода, который можно было бы применять во всех ситуациях.

Управление является искусством и наукой одновременно, однако получив при помощи формализованных методов какие-либо оценки, даже в некоторой степени условные, принять окончательное решение гораздо легче.

Критериями при принятии инвестиционных решений являются следующие:

1. Критерии для оценки реальности проекта:
 - нормативно-правовые – нормы национального и международного права, стандарты и технические нормативы, конвенции, патентоспособность и т. д.;
 - критерии по видам ресурсов – научно-технических ресурсов, технологических, производственных, объемов и источников финансовых ресурсов;
2. Количественные критерии, с помощью которых оценивают целесообразность реализации проекта:
 - соответствие целям проекта и развития деловой среды на предстоящий период;
 - степень рисков и финансовых последствий (дополнительные инвестиционные издержки, снижение ожидаемых цен, объемов производства, продаж);
 - степень устойчивости проекта;
 - вероятность проектирования сценария и состояние деловой среды.
3. Количественные (финансово-экономические) критерии приемлемости – позволяют выбрать такие проекты, которые реализовывать целесообразно:
 - оценка стоимости проекта и чистой текущей стоимости;
 - величина прибыли и уровень рентабельности;
 - внутренняя норма прибыли;

- срок окупаемости;
- зависимость прибыли от сроков планирования, изменений деловой среды, ошибок в оценке данных.

В целом при принятии инвестиционных решений требуется совместная работа множества профессионалов, имеющих разную квалификацию и разные взгляды на инвестиционный процесс.

Как правило, решающее слово принадлежит финансовым менеджерам, которые придерживаются следующих правил:

1. Инвестирование денежных средств в производство, или ценные бумаги целесообразно при условии, что доход от инвестирования будет выше, чем от вложения такой же суммы на банковский депозит.

2. Инвестирование средств целесообразно, когда рентабельность инвестиций выше темпов роста инфляции.

3. Инвестировать целесообразно в рентабельные, с учетом дисконтирования, проекты.

Таким образом, решение о принятии инвестиционного проекта будет положительным, если соблюдаются следующие критерии:

- не высокая стоимость проекта;
- минимальный риск инфляционных потерь;
- быстрый срок окупаемости;
- стабильность или концентрация поступлений;
- высокий уровень рентабельности с учетом дисконтирования;
- отсутствие альтернативных проектов с более выгодными условиями.

Практика показывает, что чаще выбирают проекты не столько более прибыльные и с наименьшим риском, сколько лучше всего вписывающиеся в стратегию фирмы.

6.3. Анализ чувствительности инвестиционного проекта

Целью анализа является установление уровня влияния отдельных вариативных факторов на финансовые показатели инвестиционного проекта. Существующий инструментарий дает возможность получить оценку потенциального воздействия рисков на показатели эффективности проекта. Но как определить, в какой степени может произойти изменение в негативную сторону каждого отдельного параметра, при условии неизменности остальных параметров, прежде чем принять решение о выгодности проекта?

При анализе чувствительности для всех исходных условий устанавливаются инвестиционные критерии, с целью выделения наиболее важных параметров проекта и выявления закономерностей изменения финансовых результатов от изменения соответствующих параметров.

Процесс исследования чувствительности проектов включает рассмотрение следующих параметров:

- а) физического объема продаж, как результата емкости рынка, доли предприятия на рынке, потенциала роста рыночного спроса;
- б) цены товаров, услуг;
- в) темпа инфляции;
- г) необходимого объема капитальных вложений;
- д) потребности в оборотном капитале;
- е) постоянных и переменных затрат;
- ж) учетной ставки процента за банковский кредит и др.

Перечисленные параметры нельзя изменить путем принятия управленческих решений.

Анализируя чувствительность, сначала необходимо определить «базовый» вариант, где все, подлежащие изучению факторы, находятся в своих первоначальных значениях. Затем значение каждого из исследуемых параметров варьируется в определенном интервале, а остальные факторы остаются в первоначальных значениях, такая процедура осуществляется по всем параметрам. При этом оценку чувствительности проекта следует начинать с наиболее важных факторов, соответствующих пессимистическому и оптимистическому сценарию. Только после этого приступают к установлению влияния изменений отдельных параметров на эффективность проекта. Результаты анализа чувствительности берутся за основу при принятии проекта. Например, если уровень цены оказывается критическим фактором, то необходимо принять меры, либо по усилению программы маркетинга, либо пересмотру затратной части проекта с целью снижения его стоимости. Если выполненный количественный анализ степени риска проекта покажет, что критическим фактором является объем производства, то необходимо принять меры, направленные на повышение производительности труда, улучшению качества менеджмента и т. д.

При формировании денежного потока проекта и его эффективности, принимают участие позитивные (доходные) и негативные (расходные) факторы. Среди позитивных факторов можно отметить задержку оплаты поставленных материальных ресурсов, а также период поставки продукции, отсчет которого начинается с даты поступления авансовых платежей при реализации продукции на условиях предоплаты. Задержка оплаты за поставленные материальные ресурсы позитивно влияет на финансовые результаты только тогда, когда цены материальных ресурсов определены на дату поставки и соответствуют текущим рыночным ценам. Факторы, связанные с формированием и управлением товарно-материальными ресурсами, являются наиболее важными.

Уровень чувствительности можно рассчитать как отношение процентного изменения критерия (выбранный показатель эффективности

инвестиций относительно базисного варианта) к изменению значения фактора на один процент. Таким способом определяются показатели чувствительности по каждому из исследуемых факторов.

Анализ чувствительности на основе рассчитанных показателей позволяет выявить наиболее значимые с точки зрения риска факторы и разработать инвестиционную стратегию, которая будет наиболее эффективна для реализации данного проекта.

Метод анализа чувствительности проекта обладает рядом преимуществ: объективностью, простотой расчетов, их наглядностью, что позволяет использовать его на практике. Однако у данного метода имеется серьезный недостаток – однофакторность, так как он ориентируется только на изменение одного фактора проекта, в результате чего могут быть недоучтены возможные связи между отдельными факторами или их взаимозависимость.

Поэтому на практике используют метод анализа сценариев, в котором учитывается одновременное (параллельное) изменение нескольких факторов, способных повлиять на уровень инвестиционного риска проекта. Метод анализа сценариев позволяет определить одновременное воздействие изменения таких основных переменных проекта, характеризующих его денежные потоки, как поступление и расходование денежных средств. Основным преимуществом данного метода является то, что отклонение параметров от базовых значений рассчитывают, принимая во внимание их взаимосвязь (корреляцию).

ТЕМА 7. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ КАЧЕСТВ И ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

7.1. Особенности и виды финансовых инвестиций

Финансовые инвестиции – это вложение средств в различные финансовые активы, прежде всего, в ценные бумаги, а также в активы других предприятий. Инвестирование свободных средств в финансовые инструменты предусматривает разные цели, главными из которых являются: получение в будущем дохода, превращение свободных сбережений в высоколиквидные ценные бумаги (секьюритизация), контроль над предприятием-эмитентом и т. д.

Финансовые инвестиции являются активной формой эффективного использования свободного капитала предприятия, характеризующейся следующими особенностями:

1. Финансовые инвестиции – это независимый вид хозяйственной деятельности предприятий, функционирующих в реальном секторе экономики. Такая независимость проявляется не только в операционной деятельности, но и в процессе реального инвестирования этих предприятий. Что касается стратегических операционных задач развития предприятий реального сектора экономики, то с помощью финансовых инвестиций, как правило, они не решаются.

2. Использование финансовых инвестиций предприятиями реального сектора экономики обычно осуществляется с целью либо получить дополнительный инвестиционный доход в процессе использования финансовых активов, либо в качестве защитной меры от инфляции. Поэтому такие предприятия, как правило, не осуществляют целенаправленного формирования инвестиционных ресурсов для финансовых вложений. Несмотря на то, что у финансовых инвестиций более низкий уровень прибыли по сравнению с функционирующими операционными активами предприятия, они генерируют дополнительные поступления в период, когда временно свободные денежные средства не могут быть эффективно использованы для расширения операционной деятельности.

3. Благодаря финансовым инвестициям у предприятий имеется возможность широкого выбора инструментов инвестирования по шкале «доходность-риск». По сравнению с реальными инвестициями эта шкала значительно шире, поскольку она включает не только безрисковые, но и высокорисковые (спекулятивные) инструменты инвести-

рования, что позволяет инвесторам проводить свою инвестиционную политику в широком диапазоне: от крайне консервативной до крайне агрессивной.

4. С помощью финансовых инвестиций предприятия могут выбрать оптимальные инструменты инвестирования и по шкале «доходность-ликвидность». По сравнению с реальными инвестициями финансовые инвестиции имеют более высокий уровень ликвидности, который варьируется в широком диапазоне.

5. Обоснование управленческих решений по осуществлению финансовых инвестиций является более простым и менее трудоемким процессом, поскольку оно не связано с существенными прединвестиционными затратами финансовых ресурсов, по сравнению с подготовкой реальных инвестиционных проектов. Надежность оценки эффективности финансовых инвестиций гораздо выше, поскольку алгоритм такой оценки носит более дифференцированный характер по отношению к объектам инвестирования, а процесс реализации принятых управленческих решений по финансовому инвестированию занимает минимум времени.

6. Высокая степень изменчивости конъюнктуры финансового рынка по сравнению с конъюнктурой товарного рынка приводит к необходимости осуществлять более активный мониторинг в процессе финансового инвестирования. Связанные с осуществлением финансового инвестирования управленческие решения также будут более оперативными.

Финансовыми инвестициями считают вложения в следующие активы:

1) акции, облигации, другие виды ценных бумаг, выпускаемых государством, муниципальными органами власти, частными предприятиями;

2) иностранную валюту;

3) депозитные вклады в банках;

4) тезаврационные объекты.

Финансовые инвестиции только частично направляются на увеличение реального капитала, основная их часть является непроизводительным вложением капитала.

В условиях рыночной экономики в структуре финансовых инвестиций преобладают, как правило, частные инвестиции.

Государственные инвестиции являются важным инструментом, используемым при финансировании дефицита государственного бюджета путем выпуска кратко- или долгосрочных облигационных займов.

Инвестиции в ценные бумаги осуществляются в разных формах, что дает инвесторам большие возможности выбора форм инвестирования с точки зрения получения наибольшего эффекта. Это относится и к видам осуществляемых сделок с ценными бумагами, и непосред-

ственно к самим видам ценных бумаг. Инвестиции в ценные бумаги при наличии развитого фондового рынка являются общепризнанными и наиболее доступными для любого инвестора.

Инвестиции в ценные бумаги могут осуществляться в индивидуальном и коллективном порядке. Индивидуальное инвестирование осуществляется путем покупки государственных или корпоративных ценных бумаг на биржевом и внебиржевом рынке при их первичном размещении, а также на вторичном рынке ценных бумаг. Коллективное инвестирование предполагает покупку паев или акций инвестиционных фондов.

Инвестиции в иностранную валюту считаются самым простым и популярным видом инвестирования, особенно в условиях стабильной экономики и незначительных темпах инфляции. Инвестиции в иностранную валюту осуществляются следующими способами:

- покупка наличной валюты на валютной бирже (сделка «спот»);
- покупка фьючерсных контрактов на валютной или фондовой бирже;
- внесение валютных средств на депозитный счет в банке;
- приобретение наличной иностранной валюты в банке или валютно-обменном пункте.

К основным достоинствам инвестирования в банковские депозиты относят простоту и доступность этой формы инвестиций как для частных, так и для коллективных инвесторов. В отечественной экономике, ввиду неразвитости рынка ценных бумаг, депозитные вклады являются единственной доступной формой инвестирования и основным способом хранения и накопления капитала.

Тезаврационные инвестиции – это инвестиции, предназначенные для накопления сокровищ, к которым относят покупку золота, серебра, других драгоценных металлов, драгоценных камней и изделий из них, а также приобретение предметов коллекционного спроса.

У тезаврационных инвестиций имеется специфическая черта – отсутствуют текущие доходы по ним. Прибыль от такого инвестирования складывается преимущественно за счет роста стоимости самого объекта инвестирования в будущем, которая образуется как разница между ценой покупки и продажи.

Самым «чистым» видом тезаврационного инвестирования считается вложение в золото, поскольку золото является общепризнанным международным средством обмена и обладает следующими качествами: портативность, собственная стоимость, золото является товаром, стоимость которого возрастает во время кризисов. В условиях политической и экономической нестабильности, когда инвестиционная деятельность находится в стагнации или резко снижается, инвесторы все равно осуществляют вложения в золото.

Инвестирование в золото осуществляется в следующих формах:

- покупка слитков золота и золотых монет;
- приобретение готовых изделий из золота;
- вложение в акции компаний, занимающихся добычей золота;
- инвестиции в акции инвестиционных фондов, осуществляющих вложение своих капиталов в акции золотодобывающих компаний;
- осуществление фьючерсных сделок с золотом.

Операции с золотом относятся к достаточно капиталоемким и рискованным, поэтому такие операции осуществляют преимущественно крупные инвесторы на основе анализа текущей ситуации и прогнозирования рынка.

Кроме золота, объектами тезаврационного инвестирования являются драгоценные металлы и драгоценные камни, имеющие высокую стоимость.

При инвестировании в драгоценные металлы и драгоценные камни необходимо учитывать высокий уровень затрат, которые связаны с последующей их перепродажей, поэтому тезаврационные инвестиции осуществляют, как правило, на длительный срок.

К инвестированию в коллекционные предметы относят вложения в коллекционные монеты, которые могут быть двух типов. Ценность одних из них определяется, в первую очередь, стоимостью драгоценных металлов, из которых они изготовлены. Другие монеты имеют самостоятельную ценность (коллекционную стоимость), связанную с их редкостью, которая значительно превышает стоимость металла, из которого монеты изготовлены. Коллекционные монеты можно приобрести в антикварных магазинах, на аукционных продажах, у коллекционеров, в банках, осуществляющих реализацию коллекционных монет.

Редкость и ориентировочная стоимость коллекционных монет, являющихся предметом тезаврационных инвестиций, излагается в специальных каталогах, где дается полное описание таких монет.

Тезаврационные инвестиции в коллекционные предметы имеют специфический характер, что объясняется сложностью их осуществления, необходимостью иметь специальные знания в этой области, а также относительно узким рынком по каждому виду коллекции.

Финансовые инвестиции выступают не только как самостоятельная форма инвестиций, они являются еще и связующим звеном на пути преобразования капитала в реальные инвестиции. При помощи финансовых инвестиций формируется канал движения капитала в реальное производство, так как основной организационно-правовой формой предприятий является акционерная форма собственности, а выпуск долговых и долевых ценных бумаг дает возможность привлекать денежные средства для развития и расширения производства. При учреждении акционерного общества осуществляется выпуск акций, в случае

его расширения увеличивают уставный капитал за счет дополнительного выпуска новых акций, после чего следуют реальные инвестиции. Следовательно, финансовые инвестиции играют важную роль в инвестиционном процессе.

Финансовые инвестиции осуществляются в следующих основных формах:

1. *Вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий* – данная форма финансовых инвестиций в наибольшей степени связана с операционной деятельностью предприятия, поскольку с ее помощью обеспечиваются тесные стратегические хозяйственные связи с поставщиками сырья и материалов (при участии в их уставном капитале). Кроме того, развивается собственная производственная инфраструктура, если капитал вкладывается в транспортные и другие аналогичные предприятия, расширяются возможности сбыта продукции и проникновения на другие региональные рынки (путем вложения капитала в уставные фонды предприятий торговли). Данная форма позволяет использовать различную отраслевую и товарную диверсификацию операционной деятельности и других стратегических направлений развития предприятия.

По своему содержанию данная форма финансового инвестирования похожа с реальным инвестированием, но при этом она менее капиталоемка и более оперативна. Основная цель этой формы инвестирования состоит не столько в получении высокой инвестиционной прибыли, сколько в установлении формы финансового влияния на предприятия, чтобы обеспечить стабильность формирования своей операционной прибыли.

2. *Вложение капитала в доходные виды денежных инструментов* – направлено, в первую очередь, на то, чтобы временно свободные финансовые активы предприятия были эффективно использованы. В качестве денежных инструментов инвестирования выступают депозитные вклады в коммерческих банках. Как правило, данную форму, целью которой является увеличение инвестиционной прибыли, используют для краткосрочных инвестиций.

3. *Вложение капитала в доходные виды фондовых инструментов* – данная форма финансовых инвестиций относится к самым распространенным и считается одной из наиболее перспективных форм. Фондовыми инструментами выступают различные виды основных ценных бумаг (рыночные ценные бумаги), производных финансовых инструментов, которые свободно обращаются на фондовой бирже.

Эта форма финансового инвестирования предлагает широкий выбор альтернативных инвестиционных решений по следующим позициям: инструменты и сроки инвестирования; более высокий уровень регулирования инвестиций со стороны государства, соответственно, их

защищенность; развитая инфраструктура фондового рынка; наличие оперативной информации о текущей конъюнктуре рынка ценных бумаг по отдельным его сегментам и другим факторам.

Основная цель этой формы финансового инвестирования – получение прибыли от инвестиций, хотя иногда ее используют с целью установить финансовое влияние на отдельные компании при решении стратегических задач через покупку контрольного или значительного пакета акций.

7.2. Интегральная оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов

В процессе осуществления финансового инвестирования во всех его формах, оценка инвестиционных качеств обращающихся на рынке отдельных финансовых инструментов является одной из важнейших задач.

Оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов – это интегральная характеристика отдельных их видов, осуществляемая инвестором с учетом целей формирования инвестиционного портфеля.

В последнее время предприятия стали чаще направлять финансовые инвестиции в инструменты фондового рынка, вложения в которые по различным оценкам составляют сегодня около 80% общего объема финансовых инвестиций предприятий. В связи с этим необходимо дать более подробную характеристику инвестиционных качеств различных фондовых инструментов.

С позиций особенностей присущих им инвестиционных качеств, фондовые инструменты классифицируются по следующим основным признакам:

1. По степени предсказуемости инвестиционного дохода различают *долговые* и *долевые* ценные бумаги.

Инвестиционный доход долговых ценных бумаг легко предсказуем, его можно определить в любой момент обращения этих ценных бумаг, что позволяет сопоставить инвестиционные качества долговых ценных бумаг не только по шкале «доходность-риск», но и по шкале «доходность-ликвидность».

Необходимо отметить, что у долговых ценных бумаг имеется приоритетное право исполнения обязательств в случае банкротства эмитента, что существенно снижает несистематический риск долговых ценных бумаг.

У долевых ценных бумаг уровень предсказуемости инвестиционного дохода низкий, и его можно оценить двумя параметрами:

- 1) уровень предстоящих дивидендных платежей;
- 2) прирост курсовой стоимости фондового инструмента.

Если сравнивать инвестиционный доход по долевым и долговым ценным бумагам одного и того же эмитента, то у долевого ценного бумага он, как правило, более высокий (при условии эффективной хозяйственной деятельности эмитента), однако доходность долевого ценного бумага имеет высокую степень корреляции с темпами инфляции. Поскольку инвестиционный доход долевого ценного бумага не стабилен, они наиболее подвержены не только систематическому, но и несистематическому риску, следовательно, долевого ценного бумага – это более рискованные инструменты для инвестирования.

Кроме того, при низкой эффективности хозяйственной деятельности эмитента, инвестиционная доходность по долевым ценным бумагам может оказаться нулевой, а также может наступить частичная, либо полная (в случае банкротства предприятия) потеря инвестируемого в долевого ценного бумага капитала.

2. По уровню риска, связанного с эмитентом, фондовые инструменты инвестирования классифицируют следующим образом:

а) Государственные ценные бумага – это долговые обязательства, имеющие наименьший уровень инвестиционного риска, поскольку гарантированы государством. По отдельным видам государственных ценных бумага (например, валютные облигации, сертификаты) инвестиционный риск отсутствует и их можно рассматривать как эталон безрисковых инвестиций.

Необходимо отметить, что по государственным ценным бумагам уровень доходности, как правило, ниже, чем по другим ценным бумагам. Вместе с тем в период резких колебаний конъюнктуры финансового рынка государство может влиять на реальную величину доходности по выпущенным долговым обязательствам путем изменения ставки рефинансирования (учетной ставки центрального банка).

б) Ценные бумага муниципальных органов. Инвестиционные качества муниципальных долгового ценного бумага в значительной степени зависят от уровня инвестиционной привлекательности соответствующих регионов.

Как правило, муниципальные ценные бумага малорискованные, соответственно уровень доходности по ним также невысокий.

в) Ценные бумага, выпускаемые в обращение банками. Уровень инвестиционных качеств этих фондовых инструментов считается достаточно высоким, поскольку доходность по ним обычно выше по сравнению с государственными и муниципальными ценными бумагами.

Банковская деятельность контролируется государством через систему установленных Центральным банком экономических нормативов, что снижает потенциальный уровень риска инвестиций в ценные бумага кредитно-финансовых учреждений, однако следует отметить,

что случаи финансовой несостоятельности банков все-таки имеют место.

г) Ценные бумаги предприятий. Данный финансовый инструмент инвестирования в современных условиях имеет низкие инвестиционные качества, что обусловлено невысокой эффективностью хозяйственной деятельности большинства предприятий, вследствие чего по акциям многих из них даже не выплачивают дивиденды.

По ценным бумагам предприятий, особенно относящихся к венчурному бизнесу, высоки инвестиционные риски и характерен самый низкий уровень ликвидности на фондовом рынке.

3. По уровню риска и ликвидности, связанного со сроком обращения ценных бумаг, различают следующие инструменты фондового рынка:

- краткосрочные ценные бумаги – обладают высоким уровнем ликвидности, поскольку период обращения короткий, что в свою очередь минимизирует инвестиционный риск, который определяется изменением финансового состояния эмитентов этих ценных бумаг, а также изменяющейся конъюнктурой финансового рынка. Высокая ликвидность и относительно низкий риск предопределяют сравнительно невысокий уровень инвестиционной доходности этих фондовых инструментов;

- долгосрочные ценные бумаги – обладают противоположными инвестиционными качествами по сравнению с краткосрочными ценными бумагами: низкой ликвидностью (при прочих равных условиях) и, следовательно, более высоким инвестиционным риском. Соответственно по долгосрочным ценным бумагам уровень инвестиционной доходности будет выше.

4. По уровню ликвидности, который связан с характером выпуска и обращения ценных бумаг, различают следующие виды инвестиционных финансовых инструментов:

- именные ценные бумаги – характеризуются низким уровнем ликвидности, что связано со сложной процедурой их оформления и более глубоким контролем со стороны эмитента за процессом обращения этих ценных бумаг;

- ценные бумаги на предъявителя – уровень их ликвидности выше, по сравнению с именными ценными бумагами, поскольку нет необходимости вести контроль перехода прав собственности на такие ценные бумаги от одного владельца к другому, что способствует свободному их обращению на фондовом рынке.

Выше были рассмотрены общие особенности фондовых инструментов, определяющие их инвестиционные качества в соответствии с приведенной классификацией.

Оценка инвестиционных качеств конкретного инструмента фондового рынка является одной из главных задач финансового инвестиро-

вания. По основным видам ценных бумаг, к которым относятся акции, облигации, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя и др., оценка инвестиционных качеств дифференцирована по определенным параметрам.

Рассмотрим основные параметры оценки инвестиционных качеств важнейших видов этих ценных бумаг.

Инвестиционные качества акций оцениваются по следующим основным параметрам:

а) оценка вида акции согласно системе классификации ценных бумаг;

б) оценка инвестиционной привлекательности отрасли, в которой осуществляется производственно-хозяйственная деятельность эмитента;

в) анализ и оценка основных результатов производственно-хозяйственной и финансовой деятельности эмитента. Такая оценка дифференцирована в зависимости от того, на каком фондовом рынке обращается данная акция – первичном или вторичном. Если акции обращаются на первичном рынке, то определяющими оценочными показателями являются показатели финансового состояния эмитента и объемы выпускаемой и реализуемой продукции. При обращении акций на вторичном рынке к оценочным показателям добавляют анализ динамики обеспеченности акций чистыми активами АО, оценку специфики проводимой акционерным обществом дивидендной политики и некоторые другие;

г) оценка характера обращения акций на фондовом рынке – проводится относительно акций, обращающихся на вторичном фондовом рынке, и связана, прежде всего, с их рыночной котировкой и показателями ликвидности. Рыночная котировка анализируется при помощи коэффициентов соотношения цены спроса и предложения по данной ценной бумаге. Большое внимание обращают и на то, прошли ли акции данного эмитента процедуру листинга, т. е. допущены ли они к торгам на фондовой бирже, поскольку данная процедура свидетельствует о надежности ценных бумаг;

д) оценка условий эмиссии акции – анализируют такие показатели, как цель эмиссии, условия и периодичность дивидендных выплат, степень участия держателей крупных пакетов акций в управлении акционерным обществом, а также другую необходимую информацию, содержащуюся в проспекте эмиссии. При этом следует иметь в виду, что размер дивидендов по простым акциям, в отличие от привилегированных, не фиксируется в уставе АО, поэтому не относится не только к юридическим, но и контрактным обязательствам эмитента, следовательно, ориентироваться на декларируемый размер дивидендов по обыкновенным акциям не следует.

Интегральную оценку инвестиционных качеств облигаций производят по следующим основным параметрам:

а) оценка вида облигаций согласно системе классификации ценных бумаг;

б) оценка инвестиционной привлекательности региона – связана с тем, что у некоторых регионов, получающих значительные государственные субсидии и субвенции, могут появиться серьезные финансовые проблемы при наступлении срока погашения облигаций. Поэтому, при оценке инвестиционных качеств отдельных муниципальных облигаций, необходимо исследовать состояние соответствующего бюджета (дефицит или профицит), а также источники формирования доходной части бюджета. Оценка инвестиционной привлекательности региона проводят, как правило, по облигациям внутреннего муниципального займа;

в) анализ финансовой устойчивости и платежеспособности эмитента – проводится, как правило, по облигациям, выпускаемым предприятиями. Основными задачами такого анализа являются: 1) определение кредитного рейтинга предприятия; 2) выявление показателей финансовой устойчивости предприятия и их прогнозирование на период погашения облигации; 3) определение наличия сформированного полностью или частично фонда, предназначенного для выкупа обращающихся краткосрочных обязательств;

г) оценка характера обращения облигаций на фондовом рынке – проводится на основе соотношения рыночной цены и реальной стоимости облигации. Зависимость между этими показателями в значительной мере определяется величиной процентной ставки на финансовом рынке: если она увеличивается, то цена облигации падает (поскольку величина дохода по облигации является фиксированной) и наоборот. Кроме этого, на реальную рыночную стоимость облигаций влияет срок, остающийся до их погашения: чем он длиннее, тем выше уровень риска изменения цены, и, следовательно, ниже текущая рыночная цена;

д) анализ условий эмиссии облигации – включает оценку следующих показателей: цели и условий эмиссии, периодичности и размера процентных платежей, условий погашения основной суммы (принципала) и др. При оценке необходимо учитывать, что при более частой периодичности выплат доходность (выгода) для инвестора будет выше, чем доход, получаемый от более высокого размера процента.

Интегральную оценку инвестиционных качеств сберегательных (депозитных) сертификатов производят по следующим параметрам:

а) оценка вида сберегательного (депозитного) сертификата согласно системе классификации ценных бумаг;

б) оценка надежности банка-эмитента – основывается на таких основных характеристиках, как сумма активов, величина собственно-

го капитала, объемы привлеченных депозитов и выданных кредитов, показатели чистой прибыли, а также значения коэффициентов платежеспособности и ликвидности, сводного коэффициента банковского риска. В зарубежной практике надежность банков оценивают по так называемой системе CAMEL, представляющей аббревиатуру из начальных букв следующих показателей: С – достаточность капитала банка; А – качественная структура активов банка; М – качество (эффективность) управления; Е – уровень доходности (рентабельности); L – уровень ликвидности.

Результаты анализируемых показателей позволяют присвоить банку по уровню надежности оценку «хорошо», «удовлетворительно», «достаточная надежность», «критическая (неудовлетворительная) надежность». Рейтинговая оценка надежности отечественных банков отличается от зарубежной практики.

С учетом своих целей и менталитета каждый инвестор избирает конкретные формы и виды инструментов финансового инвестирования.

Оценку эффективности предполагаемого инвестиционного инструмента сводят к показателям *оценки его реальной стоимости, которая обеспечит возможность получения ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему*. Для расчета стоимости инвестиционного инструмента применяется следующая формула:

$$C_{\text{фи}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ВДП}}{(1 + \text{нп})^n}, \quad (7.2.1)$$

где: $C_{\text{фи}}$ – реальная стоимость инвестиционного инструмента; ВДП – ожидаемый возвратный денежный поток за период использования инвестиционного финансового инструмента; нп – ожидаемая норма прибыли по инвестиционному инструменту, в коэффициентах (формируется инвестором самостоятельно с учетом уровня риска); n – количество периодов формирования возвратных потоков (по всем их формам).

Формирование возвратных денежных потоков по отдельным видам финансовых инструментов имеет свои особенности, в связи с чем используются различные *модели оценки их реальной стоимости*.

Рассмотрим содержание этих моделей применительно к долговым и долевым инвестиционным инструментам на примере облигаций и акций.

Оценочные модели стоимости облигаций формируются с учетом следующих исходных показателей: а) номинальная стоимость; б) величина выплачиваемых процентов по облигации; в) ожидаемая величина доходности (норма валовой инвестиционной прибыли) по облигации, выраженная в коэффициентах; г) количество периодов до окончания срока погашения облигации.

Расчет оценки стоимости облигации с периодической выплатой процентов – базисная модель (Basis Bond Valuation Model) осуществляется по следующей формуле:

$$CO_o = \sum_{t=1}^n \left(\frac{P_o}{(1+np)^t} \right) + \frac{H_o}{1+np}, \quad (7.2.2)$$

где: CO_o – реальная стоимость облигации с периодически выплачиваемыми процентами; P_o – величина процентов, которые выплачивают в каждом периоде (представляет собой произведение номинальной стоимости облигации на объявленную процентную ставку); H_o – номинальная стоимость облигации, подлежащая погашению по истечении срока ее обращения; np – ожидаемая доходность по облигации (норма валовой инвестиционной прибыли), выраженная в коэффициентах; n – количество периодов до окончания срока погашения облигации.

Экономический смысл базисной модели оценки стоимости облигации (облигации с периодической выплатой процентов) состоит в том, что ее текущую реальную стоимость можно определить путем суммирования процентных выплат за весь период обращения облигации с номинальной стоимостью, приведенной с учетом процентной ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования равна уровню доходности (ожидаемой норме валовой инвестиционной прибыли).

Оценка стоимости облигации с выплатой всех причитающихся процентов при ее погашении рассчитывается по следующей формуле:

$$CO_n = \frac{H_o + P_k}{(1+np)^n}, \quad (7.2.3)$$

где: CO_n – реальная стоимость облигации с учетом выплат всей суммы процентов при ее погашении; H_o – номинальная стоимость облигации, подлежащая погашению по окончании срока обращения; P_k – величина процентов по облигации, выплачиваемая в конце срока обращения; np – ожидаемая доходность облигации (норма валовой инвестиционной прибыли), выраженная в коэффициентах; n – количество периодов, оставшихся до окончания срока погашения облигации.

Экономический смысл данной модели заключается в том, что текущую реальную стоимость облигации с учетом всех выплачиваемых процентов при ее погашении, можно определить путем суммирования номинальной стоимости и процентов по облигации, приведенных с учетом ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования равна ожидаемой величине доходности (норме валовой инвестиционной прибыли).

Оценка стоимости облигации, размещаемой с дисконтом, без выплаты процентов осуществляется по формуле:

$$CO_d = \frac{H_0}{(1 + np)^n}, \quad (7.2.4)$$

где: CO_d – реальная стоимость облигации, размещаемой с дисконтом без выплаты процентов; H_0 – номинальная стоимость облигации, подлежащая погашению по окончании срока обращения; np – ожидаемая доходность по облигации (норма валовой инвестиционной прибыли), выраженная в коэффициентах; n – количество периодов, оставшихся до окончания срока погашения облигации (по которым установлена норма прибыли).

Экономический смысл этой модели заключается в том, что текущую реальную стоимость облигации, размещаемую с дисконтом без выплаты процентов по ней, можно определить путем приведения к настоящей стоимости на основе ставки дисконтирования, которая равна ожидаемому уровню доходности (норме валовой инвестиционной прибыли).

При помощи трансформирования рассмотренных моделей через замену искомого расчетного показателя, можно по каждому виду облигаций рассчитать *ожидаемую норму доходности (валовую инвестиционную прибыль)*. Для этого реальную стоимость облигации заменяют на фактическую цену ее продажи на фондовой бирже (такие модели рассматривают в специальных разделах по вопросам обращения фондовых инструментов).

Для оценки текущего уровня валовой инвестиционной прибыли по облигациям используется коэффициент ее текущей доходности, который рассчитывается по формуле:

$$K_{\text{тдо}} = \frac{H_0 + СП}{CO}, \quad (7.2.5)$$

где: $K_{\text{тдо}}$ – коэффициент текущей доходности облигации; H_0 – номинал облигации; СП – объявленная ставка процента (так называемая «купонная ставка»), выраженная десятичной дробью; CO – реальная текущая стоимость облигации (или текущая ее цена).

Оценка стоимости акций строится на основе следующих исходных показателей: а) суммы дивидендных выплат, предполагаемых к получению за конкретный период; б) ожидаемой курсовой стоимости акции к моменту периода ее реализации (если акция используется в течение заранее определенного периода); в) ожидаемой нормы доходности (валовой инвестиционной прибыли) по акции; г) период использования акции.

Оценка стоимости акции, используемой неопределенный заранее период времени осуществляется по следующей формуле:

$$CA_n = \sum_{i=1}^n \frac{D_a}{(1+np)^i}, \quad (7.2.6)$$

где: CA_n – реальная стоимость акции, используемой неопределенный заранее период времени; D_a – величина дивидендных выплат, предполагаемая к получению в каждом n -ом периоде; np – ожидаемая норма доходности (валовой инвестиционной прибыли) по акции, выраженная в коэффициентах; n – количество периодов, включаемых в расчет.

Экономический смысл данной модели заключается в том, что текущую реальную стоимость акции, используемую неопределенный заранее период времени (неопределенное число лет), можно определить путем суммирования предполагаемых к получению дивидендов за каждый отдельный период, приведенную к настоящей стоимости с учетом ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования равна ожидаемой норме доходности (валовой инвестиционной прибыли).

Оценка стоимости акции, используемой в течение заранее установленного срока, рассчитывается по формуле:

$$CA_0 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{D_a}{(1+np)^i} \right) + \frac{KC_a}{(1+np)^n}, \quad (7.2.7)$$

где: CA_0 – реальная стоимость акции, используемой в течение заранее установленного срока; D_a – величина дивидендных выплат, предполагаемая к получению в каждом n -ом периоде; KC_a – ожидаемая курсовая стоимость акции к моменту периода ее реализации; np – ожидаемая норма доходности (валовой инвестиционной прибыли) по акциям, выраженная в коэффициентах; n – количество периодов, включаемых в расчет.

Экономический смысл данной модели заключается в том, что текущую реальную стоимость акции, используемой в течение заранее установленного срока, можно определить путем суммирования предполагаемых к получению дивидендов в течение всего периода использования акции и ожидаемой курсовой стоимости акции к моменту ее реализации, приведенной к настоящей стоимости с учетом ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования равна ожидаемой норме доходности (валовой инвестиционной прибыли).

Модель оценки стоимости акций, постоянно находящихся в портфеле инвестора, имеет несколько вариантов:

Оценка стоимости акций с постоянными дивидендными выплатами определяется по формуле:

$$CA_n = \frac{D_a}{np}, \quad (7.2.8)$$

где: CA_n – реальная стоимость акций с постоянными дивидендными выплатами; D_a – сумма дивидендов за год; np – ожидаемая норма доходности (валовой инвестиционной прибыли) по акции, выраженная в коэффициентах.

Оценка стоимости акций с учетом постоянного прироста величины дивидендов («Модель Гордона») рассчитывается по формуле:

$$CA_6 = \frac{D_n \times (1 + T_d)}{np - T_d}, \quad (7.2.9)$$

где: CA_n – реальная стоимость акции с учетом постоянного прироста величины дивидендов; D_n – величина последних выплаченных дивидендов; T_d – темп прироста дивидендов (в коэффициентах); np – ожидаемая норма доходности (валовой инвестиционной прибыли) по акции, выраженная в коэффициентах.

Оценка стоимости акций с изменяющимся уровнем дивидендных выплат по отдельным периодам рассчитывается по формуле:

$$CA_u = \frac{D_1}{1 + np} + \frac{D_2}{1 + np} \dots \frac{D_n}{1 + np}, \quad (7.2.10)$$

где: CA_n – реальная стоимость акций с изменяющимся уровнем дивидендных выплат по отдельным периодам; D_1, \dots, D_n – размер дивидендов, прогнозируемый к получению в каждом n -ом периоде; np – ожидаемая норма доходности (валовой инвестиционной прибыли) по акциям, выраженная в коэффициентах.

Оценка текущего уровня валовой инвестиционной прибыли по акции производится на основе ряда показателей, основным из которых является *коэффициент соотношения цены и дохода по акции*.

Оценка соотношения реальной стоимости финансовых инструментов с их текущей рыночной ценой, или рассчитанная ожидаемая норма доходности (валовая инвестиционная прибыль) по ним являются главными критериями при принятии управленческих решений, связанных с осуществлением тех или иных финансовых инвестиций. Вместе с тем, принимая инвестиционные решения, необходимо учитывать следующие факторы: условия выпуска ценных бумаг, отраслевую или региональную принадлежность эмитента, активность обращения на рынке ценных бумаг различных финансовых инструментов и т. п.

Управление финансовыми инвестициями на предприятии необходимо осуществлять учитывая особенности различных форм финансового инвестирования. Если предприятие часто прибегает к финансовым инвестициям, то целесообразно разрабатывать специальную политику по управлению ими.

7.3. Рейтинговая оценка акций и облигаций

Чтобы определить инвестиционные качества ценных бумаг, широко применяется рейтинговая оценка, которая представляет из себя мнение (суждение) экспертов-специалистов относительно объективных показателей рынка, связанных с вероятностью выплаты основной суммы долга и процентов, качеством тех или иных фондовых инструментов.

Рейтинговой оценкой акций является система оценки инвестиционных качеств акций, обращающихся на вторичном рынке ценных бумаг, с присвоением им специального оценочного индекса. Формы рейтинговой оценки акций, используемых в развитых странах, рассмотрены в таблице 7.1.

Таблица 7.1

Рейтинговая оценка инвестиционных качеств акций

Методика агентства <i>Standart & Poor's</i>		Методика агентства <i>Canadian Bond Rating Service</i>	
Индекс оценки	Значение индекса	Индекс оценки	Значение индекса
A+	Высочайшее качество	P+	Высочайшее качество
A	Высокое качество	P1	Высокое качество
A-	Качество выше среднего	P2	Очень хорошее качество
B+	Среднее качество	P3	Хорошее качество
B	Качество ниже среднего	P4	Среднее качество
B-	Низкое качество	P5	Низкое качество (акции носят спекулятивный характер и опасны для инвесторов из-за высокого уровня риска)
C-	Очень низкое качество	-	

Рейтинговая оценка облигаций включает систему оценки инвестиционных качеств облигаций, обращающихся на фондовой бирже, с присвоением им специального оценочного индекса.

В настоящее время имеется множество международных рейтинговых агентств, оценивающих широкий спектр ценных бумаг, что вызывает применение разнообразных рейтинговых обозначений и шкал. Некоторые из них оригинальны, но наиболее широко распространенными являются методики оценки кредитного риска, применяемые агентством Moody's, Стандарт энд Пулз (S&P), Fitch и другими агентствами. Сравнение оценочных рейтинговых шкал данных рейтинговых агентств, применяемых к долгосрочным облигациям приводится в таблице 7.2.

Таблица 7.2

Рейтинговая оценка инвестиционных качеств облигаций

Характеристика	Агентство		
	Moody's	S&P	Fitch
Лучшие: максимальная защита, минимальный риск. Факторы риска лишь немного превосходят уровень «безрисковых» долгов Казначейства США. Возможности по выплате долга и процентов чрезвычайно велики.	Aaa	AAA	AAA
Очень хорошие: возможности эмитента по выплате долга и процентов оцениваются как очень высокие. Оценка ниже AAA только из-за возможного присутствия элементов долгосрочного риска или из-за чуть более слабой степени защиты.	Aa	AA	AA
Хорошие: ценные бумаги выше среднего уровня, привлекательны, но подвержены определенному влиянию, приводящему к риску в долгосрочной перспективе. Во время экономических потрясений факторов риска больше, чем по первым двум критериям, и они значительнее.	A	A	A
Средние: на текущий момент адекватно защищены, но может не хватать некоторых защитных элементов или они недостаточно надежны в долгосрочной перспективе. Тем не менее, защита считается достаточной для продуманных решений.	Baa	BBB	BBB
Ниже среднего: средняя степень защищенности, уже имеются спекулятивные элементы, будущее не может быть гарантировано. В данный момент погашаемые, но допускается возможность задержки платежей. Качество обслуживания долга может сильно меняться. Присваивается также долгам, второстепенным по отношению к другим долгам того же эмитента с рейтингом BBB-.	Ba	BB	BB
Низкое качество: слабая защищенность в долгосрочной перспективе, уже не могут рассматриваться как привлекательные для инвестиций. Изначально уязвимые, хотя принципиально погашаемые. Степень финансовой защиты сильно меняется в зависимости от этапов экономического развития и внешних финансово-экономических условий. Вероятные частые изменения рейтинга в рамках категории, а также повышение или понижение рейтинга за рамки категории. На данный момент вероятнее всего погашение, но очень вероятно, что неблагоприятная экономическая ситуация приведет к задержке платежей.	B	B	B

Высокий риск: нестабильность, есть опасность непогашения или невыплаты процентов. На текущий момент существует большая неопределенность относительно того, будут ли платежи выплачены вовремя, или только благоприятное стечение обстоятельств позволит выплатить долг вовремя. При неблагоприятном стечении обстоятельств вероятно прекращение платежей.	Саа	CCC	CCC
Очень высокая вероятность неплатежей. Долг, второстепенный по отношению к CCC-.	Са	CC	CC
Самая слабая защищенность. Возможен отказ от платежей.	С	С	С
Полная неплатежеспособность, задолженность, сомнительная стоимость. Хотя есть основания полагать, что долги будут выплачены до конца льготного периода.		D	DDD

Рейтинг не дает конкретные рекомендации, предлагающие купить или продать ценные бумаги, он является лишь информацией, которую используют инвесторы в качестве критериев для принятия решений по инвестициям в те или иные ценные бумаги.

Полученная рейтинговая оценка свидетельствует о доходности и надежности фондовых инструментов и является точкой отсчета при оценке инвесторами кредитных рисков. Рейтинговые показатели обеспечивают справедливое независимое сравнение ценных бумаг как объектов инвестирования.

ТЕМА 8. ФОРМИРОВАНИЕ И УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ

8.1. Цель и формирование инвестиционного портфеля

Инвестиционный портфель, или портфель ценных бумаг – это целенаправленно сформированные вложения в различные виды ценных бумаг согласно инвестиционной стратегии предприятия.

Главная цель формирования портфеля заключается в реализации инвестиционной политики на основе выбора наиболее надежных и эффективных направлений инвестирования.

Если целью инвестиционной стратегии предприятия является расширенное воспроизводство, связанное с увеличением объемов производства и реализации продукции или оказываемых услуг, то большую часть инвестиций направляют в те проекты и финансовые активы, которые связаны с производством. Инвестиции, которые планируют вкладывать в другие объекты – ценные бумаги, депозитные вклады, будут носить второстепенный характер, соответственно у них будут другие сроки и объемы размещения.

Осуществляя инвестиционную деятельность и формируя инвестиционный портфель, инвестор планирует получить прибыль (доход) с учетом приемлемых для него рисков. Прибыль можно получить не только как текущие выплаты или регулярный доход от реализуемого инвестиционного проекта, который заранее известен в обусловленные промежутки времени, но и в виде увеличения стоимости приобретенных активов.

Отсюда сделать вывод, что формирование любого инвестиционного портфеля связано со следующими *целями*:

- достижением установленного уровня доходности;
- увеличением капитала;
- минимизацией рисков инвестирования;
- достижением ликвидности вложенных средств на уровне, который инвестор считает приемлемым.

Достигнуть установленный уровень доходности возможно путем получения регулярных доходов, получаемых через равные промежутки времени в текущем периоде. Например, получение процентных выплат по депозитным вкладам в банках, запланированных доходов от эксплуатации объектов недвижимости, нового оборудования, дивидендов по акциям и процентов по облигациям. Аккумулируемый

текущий доход оказывает влияние на платежеспособность компании, кроме того, его принимают в расчет, планируя денежные потоки предприятия. Получение текущего дохода является одной из основных целей при формировании портфеля, особенно если средства размещаются на краткосрочный период, в частности, имея излишек денежных средств, у предприятия нет возможности их использовать на производственные нужды в текущем периоде, или это является нецелесообразным.

Увеличение капитала можно обеспечить, инвестируя средства в объекты, стоимость которых увеличивается во времени. Это относится к акциям вновь образованных инновационных компаний, расширение деятельности которых будет стимулировать значительный рост цен на их акции и объекты недвижимости. Непосредственно рост стоимости акций во времени обеспечит инвестору получение прибыли. Для такого инвестирования необходим более длительный срок вложения средств, поэтому они являются долгосрочными.

Снижение инвестиционных рисков и обеспечение безопасности способствует неуязвимости инвестиционных вложений от негативных изменений рынка инвестиционного капитала и стабильности получения прибыли. Выбор объектов инвестирования с наиболее вероятным возвратом капитала и получением планируемой прибыли, позволяет обеспечить минимальные инвестиционные риски.

Полностью устранить негативные последствия путем минимизации рисков не возможно, однако, можно с большой долей вероятности достигнуть их допустимый уровень и обеспечить требуемую инвестором доходность.

Обеспечить достаточную ликвидность вложений возможно, когда имеется возможность быстро и безубыточно (без существенных потерь стоимости) превратить инвестиции в наличные деньги, или быстро их реализовать. Эту цель можно достигнуть, размещая средства в финансовые активы, которые имеют постоянный устойчивый спрос на фондовой бирже. К таким активам относят государственные ценные бумаги, акции и облигации известных компаний.

Необходимо отметить, что одновременно всеми отмеченными свойствами не обладает ни одна инвестиционная ценность, что обуславливает альтернативный выбор целей формирования инвестиционного портфеля. Например, безопасность может быть достигнута в ущерб получению высоких доходов и росту вложений. В мировой практике к безопасным (безрисковым) относят государственные долговые обязательства, но уровень доходности по ним, как правило, ниже среднерыночного уровня, значительный прирост инвестиций по ним не достигается. Ценные бумаги других эмитен-

тов и реальные инвестиционные проекты способны обеспечить инвестору высокий уровень текущего и будущего дохода, но у таких инвестиций более высокий риск возвратности средств и получения дохода.

Инвестиционные объекты, предполагающие увеличение вложений, как правило, наименее ликвидны (например, недвижимость имеет минимальный уровень ликвидности).

Поскольку существует множество альтернативных целей инвестирования, одновременно достигнуть все из них маловероятно, поэтому у инвестора, формирующего инвестиционный портфель, должны быть установлены приоритетные цели инвестирования.

Система приоритетных целей и планируемых объемов инвестиционных ресурсов обуславливает *пять этапов процесса формирования портфеля реальных инвестиционных проектов*:

1. Поиск вариантов реальных инвестиционных проектов с целью их возможной реализации – предприятие проводит независимо от того, имеются ли у него свободные инвестиционные ресурсы, не принимают во внимание и конъюнктуру инвестиционного рынка и другие факторы. Количество рассматриваемых инвестиционных проектов должно быть значительно выше их количества, предусмотренного к реализации. Чем активнее организован поиск вариантов реальных инвестиционных проектов, тем больше шансов у предприятия сформировать эффективный портфель.

2. Рассматривают и оценивают бизнес-планы отдельных инвестиционных проектов с целью подготовки необходимой информационной базы для проведения экспертизы качественных критериев каждого проекта.

3. Первичный отбор инвестиционных проектов с целью проведения углубленного последующего анализа. Для этого используют следующую систему показателей:

- соответствие инвестиционного проекта стратегии деятельности и имиджу фирмы;
- соответствие инвестиционного проекта направлениям отраслевой и региональной диверсификации предстоящей инвестиционной деятельности;
- степень разработанности инвестиционного проекта и его обеспеченности основными факторами производства;
- необходимый объем инвестиций и период их осуществления до начала эксплуатации проекта;
- проектируемый период окупаемости инвестиций (или другой показатель оценки) эффективности инвестиций;
- уровень инвестиционного риска;
- предусматриваемые источники финансирования;

- другие (систему таких показателей каждая компания разрабатывает самостоятельно с учетом целей формирования портфеля и особенностей инвестиционной деятельности).

По результатам анализа инвестиционных проектов в разрезе отдельных показателей определяют общий уровень их инвестиционных качеств. После предварительной оценки инвестиционные проекты проходят дальнейшую углубленную экспертизу.

4. Проводят экспертизу выбранных инвестиционных проектов по критерию эффективности (доходности), что играет наиболее существенное значение в дальнейшем анализе ввиду весомости этого фактора в общей оценке.

При проведении экспертизы проверяют, насколько реальны приведенные в бизнес-плане основные показатели, связанные с объемами инвестиционных ресурсов, графиком инвестиционных вложений и суммой денежного потока, которая ожидается к получению на стадии эксплуатации или реализации объекта. После приведения показателей инвестиционного и прогнозируемого денежного потока к настоящей стоимости, рассчитывают все, рассмотренные выше, показатели оценки эффективности инвестиций (чистую настоящую стоимость, доходность, срок окупаемости, внутреннюю норму доходности).

Обобщенную оценку инвестиционных проектов по критерию эффективности осуществляют при помощи следующих методов:

- 1) на основе суммы ранговой значимости всех рассматриваемых показателей;

- 2) на основе показателя эффективности инвестиций.

В практике инвестиционного дела используют такие показатели, как чистая настоящая стоимость (NPV) или внутренняя норма доходности (IRR). С помощью этих показателей есть возможность рассчитать эффективность инвестиционного проекта по отношению к уровню рентабельности производственно-хозяйственной деятельности, норме текущей доходности, ставке депозитного процента на денежном рынке.

Аналогичным образом проводят экспертизу выбранных инвестиционных проектов по критерию риска и показателям ликвидности.

5. Окончательный отбор инвестиционных проектов в инвестиционный портфель делают на основе показателей всех критериев, принимая во внимание необходимость обеспечения оптимальной диверсификации инвестиционной деятельности. Если какой-либо критерий является приоритетным (высокая норма доходности, обеспечение безопасности и т. д.), то при формировании портфеля могут вноситься корректировки. Для этого проекты оптимизируют по показателю доходность/ликвидность, либо сопоставляют доходность и возможность обеспечить отраслевую или региональную диверсификацию инвестиционной деятельности.

8.2. Классификация инвестиционного портфеля по основным признакам

Разнообразие инвестиционных целей и объектов инвестирования, предопределяет различные варианты, состав и направленность формируемых инвестиционных портфелей на каждом конкретном предприятии. Инвестиционные портфели классифицируют по различным признакам.

Классификация по видам включаемых в инвестиционный портфель объектов инвестирования в первую очередь зависит от направленности и объема инвестиционных ресурсов предприятия.

Портфель реальных инвестиционных проектов формируют инвесторы, осуществляющие производственную деятельность. В этот портфель включают все виды объектов реального инвестирования. С помощью реализации портфеля реальных инвестиционных проектов можно обеспечить высокие темпы развития предприятия, создание дополнительных рабочих мест, формирование высокой репутации и создать возможности для государственной поддержки инвестиционной деятельности.

Необходимо отметить, что портфель реальных инвестиционных проектов обычно наиболее капиталоемкий, по сравнению с другими инвестиционными портфелями, более рискованный, что объясняется длительным сроком реализации, более сложным и трудоемким в управлении. Это предопределяет высокие требования к формированию портфеля, необходимость тщательного отбора всех включаемых в портфель инвестиционных проектов.

В портфель ценных бумаг включают определенные виды ценных бумаг. Этот портфель имеет более высокую ликвидность, им легче управлять, по сравнению с портфелем реальных инвестиционных проектов. Портфель ценных бумаг имеет отличительные особенности:

- высокие риски, связанные с неполучением дохода и возвратом всего инвестированного капитала;
- низкий уровень доходности при отсутствии, в большинстве случаев, возможности реально воздействовать на величину дохода (за исключением возможности реинвестировать капитал в другие финансовые инструменты рынка ценных бумаг);
- низкая защита от инфляции;
- ограниченность возможности выбирать необходимые финансовые инструменты.

Отдельные компании дополняют инвестиционный портфель прочими объектами инвестирования, такими как валютный портфель, депозитный портфель и др.

Смешанный инвестиционный портфель складывается из различных объектов инвестирования, рассмотренных ранее.

Обобщающей инвестиционной характеристикой, которая основана на соотношении риск/доход, способе получения дохода, является тип портфеля ценных бумаг.

В зависимости от *приоритетности целей* при формировании дохода выделяют следующие типы портфелей ценных бумаг:

- портфель роста;
- портфель дохода;
- портфель роста и дохода.

Портфель роста формируют с целью увеличения его капитальной стоимости, включая получение дивидендов, он состоит в основном из объектов инвестирования, способных обеспечить высокие темпы роста капитала (как правило, это акции компаний с увеличивающейся курсовой стоимостью).

Портфель дохода направлен на получение текущего дохода, складывающегося из получаемых дивидендов и процентов по ценным бумагам. В такой портфель обычно включают объекты инвестирования, обеспечивающие получение дохода в текущем периоде (акции, курсовая стоимость которых постепенно возрастает, а уровень дивидендных выплат по таким акциям высокий; облигации и другие виды ценных бумаг, обеспечивающих получение стабильного текущего дохода).

Портфель роста и дохода формируется с целью избежать потери, которые могут образоваться в результате снижения курсовой стоимости ценных бумаг, а также получаемых процентов и дивидендов.

Выделяют типы портфеля ценных бумаг *в зависимости от уровня рисков*:

- консервативный портфель;
- агрессивный портфель;
- умеренный портфель.

Консервативный портфель формируется главным образом из объектов инвестирования, имеющих средний или минимальный уровень риска, соответственно темпы роста доходности и прироста капитала по этим объектам инвестирования значительно ниже. Главным критерием формирования консервативного портфеля является минимизация риска.

Критерием формирования *агрессивного* (спекулятивного) портфеля является максимизация текущего дохода или прироста инвестированного капитала, независимо от уровня риска вложений.

Умеренный (компромиссный) портфель формируется с учетом среднерыночного уровня рисков по всему портфелю.

По степени соответствия инвестиционным целям выделяют *сбалансированный и несбалансированный портфель*.

Для *сбалансированного* портфеля характерным является полная реализация целей инвестора, что достигается через отбор инвестиционных проектов или финансовых инструментов, которые в полной мере отвечают этим целям.

Для *несбалансированного* портфеля характерным является несбалансированность состава портфеля с поставленными целями. Одной из разновидностей несбалансированного портфеля является разбалансированный портфель. Такого рода портфель ранее был сбалансирован (оптимизирован), но перестал удовлетворять инвестора в связи с тем, что существенно изменились внешние условия инвестиционной деятельности (например, налогообложение) или внутренние факторы инвестиционной среды (например, значительная задержка сроков реализации отдельных реальных инвестиционных проектов).

8.3. Риск и доходность инвестиционного портфеля

Различные виды ценных бумаг существенно различаются по своим базовым характеристикам и инвестиционной направленности. Инвестиции в ценные бумаги всегда сопряжены с риском, а чем выше доходность, тем выше риск, поэтому категории «риск» и «доходность» необходимо рассматривать вместе. Любую ценную бумагу финансового рынка при рассмотрении изолированно в динамике, можно охарактеризовать с позиций ожидаемой доходности и рисков. Поэтому, при ориентировании на работу только с одним активом, можно обозначить две крайние линии поведения, т. е. либо достижение максимальной доходности, либо обеспечение минимальных уровней риска.

Если поставлена задача получения максимальной доходности, то риск, сопутствующий инвестиционным операциям, практически не учитывается, т. е. соблюдается принцип: доходность – все, риск – ничто. Зная, что между доходностью и риском прямая зависимость, целевым ориентиром можно задать комбинацию «максимальная доходность – максимальный риск ее неполучения». Если поставлена задача минимизации рисков, то величина ожидаемых доходов вторична, первостепенную роль занимают проблемы минимизации уровня риска. Здесь целевым ориентиром является комбинация «минимальная доходность – минимальный риск ее неполучения».

Первая стратегия может быть реализована через вложение всех инвестиционных ресурсов в один вид ценных бумаг, гарантирующих наивысшую доходность, в то время как реализация второй стратегии предполагает вложение всех ресурсов в безрисковые активы (например, государственные облигации, по которым риск считается минимальным). Такой подход применить можно, но его нельзя признать

безупречным. Поэтому обычно выбирают такую комбинацию активов, которая, с точки зрения инвестора, сможет обеспечить не самую низкую доходность и одновременно не самый высокий риск. Таким образом, целевым ориентиром является сочетание «приемлемая доходность – приемлемый корреспондирующий риск». Смысл портфельных инвестиций, доминирующих на финансовом рынке, заключается именно в этом.

При формировании рыночного портфеля необходимо принять во внимание еще одно очень важное обстоятельство: поскольку на рынке обращается большое количество финансовых активов, необходимо учитывать их взаимное влияние. Поскольку базовые характеристики отдельных ценных бумаг ведут себя разнонаправленно, формирование инвестиционного портфеля позволяет надеяться на нивелирование резких колебаний ожидаемой доходности: спад по одной части бумаг портфеля будет компенсирован ростом по другим бумагам. Отсюда следует, что нельзя изолированно оценивать любой финансовый актив на рынке, необходимо учитывать его вклад в формируемый рыночный портфель.

Таким образом, при принятии решений о целесообразности вложения денежных средств в финансовые активы, инвестору необходимо, в первую очередь, оценить риски, присущие этим активам, а также ожидаемую по ним доходность, после чего определить достаточность уровня доходности для покрытия ожидаемых рисков.

Практика инвестиционной деятельности свидетельствует, что чаще всего инвестор работает с целым набором активов, а не с каким-то отдельным активом. Совокупность различных активов называется «портфель ценных бумаг» или «инвестиционный портфель». Оценивая риск конкретного актива из инвестиционного портфеля, можно выбрать один из вариантов своих действий: можно рассматривать этот актив изолированно от других активов, либо считать его неотъемлемой частью портфеля. Принципиальным различием этих двух позиций является то, что оценка уровня риска актива и целесообразность осуществления операций с ним могут меняться. Кроме того, актив с высоким уровнем риска при изолированном рассмотрении может оказаться, с позиций портфеля, практически безрисковым при определенном сочетании активов, входящих в этот портфель. Теоретически есть возможность выбрать два финансовых актива, у каждого из которых уровень риска высокий, но при их объединении портфель становится безрисковым. Кроме того, чем большее количество активов находится в инвестиционном портфеле, тем ниже, как правило, риск данного портфеля.

Таким образом, риск актива является непостоянной величиной, зависящей, в частности, от того, рассматривается данный актив изо-

лированно или в качестве составной части инвестиционного портфеля. В первом случае релевантным является *общий риск актива*, который количественно измеряется, например, дисперсией возможных исходов относительно ожидаемой его доходности. Во втором случае релевантным является уже *рыночный риск актива*, представляющий собой долю риска данного актива в риске портфеля.

Общий риск портфеля складывается из двух составляющих (см. рис. 8.3):

- диверсифицируемый, или несистематический, риск, т. е. риск, присущий конкретному предприятию. Такого рода риски являются нетиповыми, специфическими, избежать их можно за счет диверсификации портфеля ценных бумаг. В портфель включают случайно отобранные активы, изменяющиеся, в силу случайности отбора, разнонаправлено (так, инвестиции миллиона рублей в акции десяти компаний, случайно выбранных, будет менее рискованным, чем вложение той же суммы в акции одной компании);
- недиверсифицируемый, или систематический, рыночный риск, т. е. риск, присущий в целом всему рынку. Этот риск избежать невозможно, он определяется рынком как рискованной конструкцией, потому путем структурных преобразований уменьшить его нельзя.

Исследования показывают, что если портфель состоит из 10-20 видов ценных бумаг, случайно выбранных из набора имеющихся на рынке ценных бумаг, то несистематический риск можно свести к минимуму. Таким образом, этот риск можно избежать при помощи довольно несложных методов, поэтому главное внимание уделяют проблемам уменьшения систематического риска.

Чтобы определить *доходность портфеля*, состоящего из N количества ценных бумаг в конце периода n , применяют следующую формулу:

$$R_n = \sum_{i=1}^N D_i * r_i, \quad (8.3.1)$$

Где: D_i – удельный вес конкретных ценных бумаг в портфеле при его формировании; r_i – ожидаемая (или фактическая) доходность i -той ценной бумаги; N – количество ценных бумаг в портфеле.

Риск портфеля измеряют при помощи среднеквадратического отклонения фактической доходности портфеля от ожидаемой. Расчет ведется по формуле:

$$\sigma_n = \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N D_i * D_j * COV_{ij}}, \quad (8.3.2)$$

где: σ_n – среднеквадратическое отклонение портфеля; D_i , D_j – доля активов i и j в начальной стоимости портфеля; COV_{ij} – ковариация (взаимодействие или взаимозависимость) ожидаемых доходностей i -го и j -го активов.

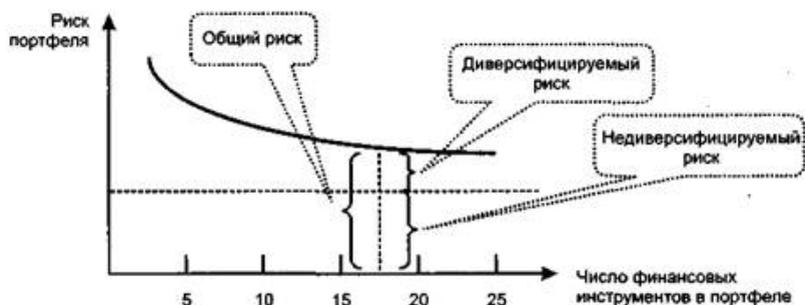


Рис. 8.3. Зависимость риска от диверсификации портфеля

Ковариация ожидаемых доходностей рассчитывается по формуле:

$$COV_{ij} = Cor_{ij} * \sigma_i * \sigma_j, \quad (8.3.3)$$

где: Cor_{ij} – коэффициент корреляции между ожидаемыми доходностями активов; σ_i, σ_j – среднеквадратическое отклонение доходности i -го и j -го активов соответственно.

Дать оценку риску инвестиционного портфеля при нахождении в его составе безрисковых активов (к безрисковым активам относят государственные ценные бумаги) можно при помощи следующей формулы:

$$\sigma_{\text{б.р.}} = D_n * \sigma_n, \quad (8.3.4)$$

где: $\sigma_{\text{б.р.}}$ – риск портфеля вследствие включения в его состав безрискового актива; D_n – доля, занимаемая прежним портфелем в формируемом; σ_n – риск прежнего портфеля.

Из данной формулы видно, что введение в портфель безрискового актива приводит к снижению совокупного риска портфеля (однако при этом уровень доходности тоже будет снижаться). Если инвестор негативно относится к риску, он старается подобрать в инвестиционный портфель большую долю безрисковых активов, платой за снижение риска является снижение доходности.

Чем выше инвестор оценивает риск проекта, тем более высокие требования он будет предъявлять к его доходности, что можно отразить в расчетах путем соответствующего увеличения нормы дисконта за счет включения в нее премии за риск.

Существует две группы методов – *агрегированные*, учитывающие весь риск в целом, и *пофакторные (кумулятивные)*, учитывающие риск сразу целиком и каждый вид риска в отдельности соответственно.

Метод бета-коэффициента для расчета нормы дисконта использует модель оценки капитальных активов (САРМ):

$$\bar{r}_i = r_f + \beta_i (\bar{r}_m - r_f), \quad i = 1, 2, \dots, n, \quad (8.3.5)$$

где: \bar{r}_i – ожидаемая (требуемая) доходность i -го рискованного актива; r_f – безрисковая ставка дохода; \bar{r}_m – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\sigma_m^2} \text{ – бета коэффициент рискованных активов } i\text{-го вида, } i=1, 2, \dots, n \quad (8.3.6)$$

Равновесный рынок рискованных активов удовлетворяет модели оценки финансовых активов в одном из следующих случаев:

- 1) рынок является совершенным;
- 2) рынок является почти совершенным, а инвесторы не склонны к риску.

Прямая, заданная уравнением:

$$r = r_f + \beta (\bar{r}_m - r_f), \quad (8.3.7)$$

где: r – требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал) – рынка называется линией рискованных активов.

Среднерыночную доходность необходимо рассматривать как абстрактную величину, поскольку на рынке нет исчерпывающей информации об уровне доходности всех обращающихся на рынке акций. На практике этот показатель рассчитывают по ограниченному числу представительных ценных бумаг, например, по акциям «голубых фишек». Обычно коэффициент β лежит в пределах от 0 до 2. Для рынка в целом коэффициент β равен 1.

Интерпретация бета-коэффициента для акций конкретной компании заключается в следующем:

$\beta = 1$, означает, что акции данной компании имеют среднерыночную степень риска;

$\beta < 1$, означает, что ценные бумаги данной компании менее рискованны, чем в среднем на рынке;

$\beta > 1$, означает, что ценные бумаги данной компании более рискованны, чем в среднем на рынке.

Важным свойством модели САРМ является ее линейность относительно степени риска. Это дает возможность определить β -коэффициент портфеля, как средневзвешенную β -коэффициентов входящих в портфель финансовых активов.

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n \beta_i * d_i, \quad (8.3.8)$$

где: β_i – значение бета-коэффициента i -го актива в портфеле; β_δ – значение бета-коэффициента портфеля; d_i – доля i -го актива в портфеле; n – число различных финансовых активов в портфеле.

Например: портфель включает следующие активы:

- 12% акции компании А, имеющие $\beta=1$;
- 18% акции компании В, имеющие $\beta=1,2$;
- 25% акции компании С, имеющие $\beta=1,8$;
- 45% акции компании D, имеющие $\beta=0,7$.

Тогда β -коэффициент инвестиционного портфеля будет равен:

$$\beta_p = 0,12 * 1 + 0,18 * 1,2 + 0,25 * 1,8 + 0,45 * 0,7 = 1,10$$

Метод бета-коэффициента используется при установлении нормы дисконта для денежного потока только собственного капитала. Если необходимо установить норму дисконта для денежного потока всего инвестированного капитала, используют *метод средневзвешенной стоимости капитала (WACC)*. В наиболее простом случае, когда в структуре инвестированного капитала вычлняются только собственные и заемные средства (без их дальнейшего подразделения), расчетная формула нормы дисконта имеет следующий вид:

$$R_{WACC} = R_c * g_c + R_z * g_z, \quad (8.3.9)$$

где: R_c – стоимость собственного капитала (требуемая отдача на акции); R_z – стоимость заемного капитала (ставка процента по займу); g_c, g_z – доли собственного и заемного капитала в общем капитале проекта.

Безусловно, если у инвестора сформирован портфель ценных бумаг, он будет заинтересован в получении средней нормы доходности по всему портфелю в целом. Оценка отдельного актива также представляет определенный интерес, например, для предельного случая, когда портфель инвестора состоит из одной ценной бумаги (инвестор владеет n количеством акций одного эмитента). Для таких ситуаций оценки, получаемые при помощи формул 8.3.5–8.3.9, являются простыми и наглядными в плане их применения. Если сформирован портфель с большим количеством активов, входящих в него, то ситуация усложняется, так как появляются проблемы теоретического и вычислительного характера.

Во-первых, при наличии портфеля риск, присущий какому-то конкретному активу, нельзя рассматривать изолированно. Любые новые вложения необходимо анализировать с точки зрения их влияния на изменение доходности и риска всего инвестиционного портфеля. Таким

образом, релевантным становится уже не риск актива, рассматриваемого изолированно, а риск портфеля в целом и влияние того или иного актива в случае его добавления в портфель или изъятия из портфеля.

Во-вторых, у всех финансовых инвестиций разный уровень доходности и риска, различные их сочетания в портфеле помогают усреднить эти количественные характеристики, а при оптимальном их сочетании можно значительно снизить финансовый риск инвестиционного портфеля.

В-третьих, оптимальная структура портфеля, подразумевающая такое сочетание входящих в него активов, которое обеспечит наиболее приемлемый средний уровень доходности из всех альтернативных вариантов, не может быть достигнута путем простого отбора наиболее доходных активов. Такая методика не всегда является правильной, так как зачастую увеличивает риск всего портфеля.

В-четвертых, вариация доходности имеет место не только в пространстве, но и в динамике, т. е. тенденции доходности двух случайно выбранных из портфеля активов не обязательно совпадают, и даже могут быть разнонаправленными. Используя разнонаправленность тенденций доходности, можно оптимизировать портфель и обеспечить снижение риска при неизменной доходности.

В-пятых, поскольку речь идет об ожидаемых значениях показателей, которых в рамках имитационного анализа может быть бесконечно много, то в условиях множественности входящих в портфель активов существенно усложняются вычислительные процедуры.

ТЕМА 9. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

9.1. Порядок формирования инвестиционных ресурсов

Финансирование инвестиционного проекта – одна из наиболее важных проблем его реализации, связанных с расходованием финансовых ресурсов на покупку необходимых составляющих элементов для реализации инвестиционного проекта. Необходимые средства можно получить из различных источников: бюджетного финансирования, использования собственных средств предприятия, кредитов, привлечения средств от населения и отдельных предприятий и т. д. Эффективность инвестиционной деятельности, жизнедеятельность, финансовая устойчивость предприятия зависит, в первую очередь, от выбранных источников финансирования.

Финансирование инвестиций зависит от решения двух задач. Во-первых, необходимо обеспечить своевременность денежных поступлений, необходимых для последовательной реализации всех этапов проекта. Во-вторых, поступление денежных средств направлено на осуществление контроля целевого использования поступающих ресурсов, обеспечения их эффективности. Следует отметить, что финансирование – это не только привлечение денежных средств, но и таких ценностей, как основные и оборотные фонды, имущественные права, нематериальные активы и т. д.

Источники финансирования инвестиций достаточно разнообразны, поэтому, выбирая конкретный источник, следует придерживаться четких принципов. В первую очередь, следует учесть особенности производственно-хозяйственной деятельности предприятия, а также размеры предприятия. Как правило, у предприятий, имеющих высокую долю внеоборотных активов, кредитный рейтинг низкий, они не могут рассчитывать на значительные кредитные ресурсы, могут использовать только собственные источники инвестиций. Небольшим предприятиям также сложно получить кредиты и трудно расплачиваться за использование заемных средств, поэтому они также предпочитают ориентироваться на собственные средства.

Бюджетное финансирование, целевые и льготные государственные кредиты доступны, в основном, только отдельным, наиболее значимым для экономики предприятиям. Кроме того, необходимо учесть уровень налогообложения и изменение ставки кредитного процента на рынке

капиталов, изменение которых заставляет переориентироваться на другие источники.

Для выбора конкретных источников финансирования, необходимо по каждому проекту составить финансовый план. Уровень финансовых и иных ресурсов в большой степени определяется составом инвесторов. Поэтому, составляя план финансирования, следует установить круг инвесторов и уровень их заинтересованности в реализации проекта.

В то же время все инвесторы должны понимать, что инвестирование всегда связано с риском, поэтому общий риск должен распределяться на всех инвесторов, уровень риска должен быть пропорционален величине инвестиций. Кроме того, у каждого инвестора могут быть определенные налоговые преимущества, это необходимо учитывать при составлении финансовых планов.

Составляя финансовый план, необходимо принимать во внимание не один, а несколько реальных альтернативных источников финансирования, определить стоимость привлекаемых ресурсов по каждому источнику и указать сроки погашения задолженностей. Такой план дает возможность избежать риск создания условий, которые мешают выполнить проект, заранее определить все взаимоотношения с налоговыми структурами, избежать риск неуплаты задолженности и невозможности завершить строительство. В заключение составляют график поступления финансовых ресурсов, капитальных затрат, погашения задолженностей и подписывают соглашение между участниками проекта и инвестором по выполнению конкретных работ.

Предприятие осуществляет инвестиционную деятельность за счет сформированных инвестиционных ресурсов.

К инвестиционным ресурсам относятся все виды денежных и иных активов, которые привлекаются с целью осуществления вложенных инвестиционных объекты.

Стратегия формирования инвестиционных ресурсов направлена на обеспечение:

- 1) бесперебойной инвестиционной деятельности на запланированных объектах;
- 2) эффективного использования собственных финансовых средств, направляемых на эти цели;
- 3) финансовой устойчивости предприятия в долгосрочном периоде.

Разработку стратегии формирования инвестиционных ресурсов проводят по следующим этапам:

1. Расчет потребности общего объема инвестиционных ресурсов.
2. Изучение возможностей получения инвестиционных ресурсов из различных источников.

3. Выбор методов финансирования по каждому отдельному инвестиционному проекту и программе.

4. Оптимизация структуры источников формирования инвестиционных ресурсов.

Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов требует применения разных методических подходов для институциональных инвесторов, формирующих инвестиционные ресурсы исключительно за счет эмиссии собственных акций и инвестиционных сертификатов, и для предприятий, которые осуществляют реальную производственную деятельность в различных отраслях экономики.

У институциональных инвесторов есть возможность определить прогнозный объем инвестиционных ресурсов на основе стратегии андеррайтинга, т. е. возможностей реализации выпускаемых ими ценных бумаг. Институциональные инвесторы, как правило, не сталкиваются с особыми проблемами при определении методов финансирования отдельных инвестиционных программ, и оптимизации структуры источников формирования инвестиционных ресурсов. Предприятия, осуществляющие реальную производственную деятельность, сталкиваются с различными проблемами при инвестировании, поэтому они должны уделять большое внимание к разработке стратегии формирования инвестиционных ресурсов.

9.2. Источники финансирования инвестиционных ресурсов

Источники финансирования инвестиционных ресурсов классифицируются следующим образом:

- Бюджетное (централизованное) и внебюджетное (децентрализованное) финансирование;
- Внутренние и внешние источники финансирования;
- Собственные и заемные источники финансирования.

Внутри классификационных признаков существуют особенности финансирования на *макро- и микроуровнях*.

Основными *внутренними* источниками финансирования на *макроуровне* являются средства госбюджета, сбережения населения, специальные фонды (фонды накопления) предприятий и организаций, негосударственные страховые фонды, инвестиционные фонды. Перечисленные источники финансирования могут *быть централизованными и децентрализованными*.

Среди централизованных источников финансирования выделяют: средства федерального бюджета; средства бюджета субъекта Федерации; средства местного (муниципального) бюджета; средства внебюджетных фондов, к которым относят Пенсионный фонд и Фонд соци-

ального страхования. Другие внутренние источники финансирования относятся к децентрализованным.

Распределение средств внутренних централизованных источников осуществляется на основе соответствующих законов и нормативных актов.

Внешними источниками финансирования на *макроуровне* являются, в первую очередь, иностранные инвестиции и иностранные кредиты и займы.

Развивающиеся страны часто используют такую форму привлечения иностранного капитала, как кредиты различных международных финансовых институтов, банков развития и специализированных инвестиционных банков. К ним относится Международный банк реконструкции и развития (МБРР), который является крупнейшим мировым инвестиционным институтом, включающим три филиала – Международную ассоциацию развития (МАР), Международную финансовую корпорацию (МФК), Многостороннее инвестиционно-гарантийное агентство (МИГА). Деятельность филиалов дифференцирована, например МАР предоставляет так называемые «мягкие займы» наименее развитым странам – беспроцентные кредиты на срок 35–40 лет (льготный период 10 лет). МФК выдает кредиты более развитым государствам только для высокорентабельных предприятий, поэтому стоимость таких кредитов достаточно высока. МИГА осуществляет страхование прямых инвестиций от некоммерческих рисков. Основная цель данной межгосударственной инвестиционной группы состоит в развитии мелкого и среднего бизнеса в развивающихся странах, а также в кредитовании таких объектов инфраструктуры как связь, транспорт, охрана окружающей среды и др., в которые частные инвесторы не стремятся вкладывать капиталы.

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) осуществляет льготное кредитование отраслей специальной инфраструктуры с низким уровнем рентабельности, оказывает техническую помощь, способствует осуществлению перехода развивающихся стран к рыночной экономике. Кредиты на рыночных условиях предоставляются приватизированным в совместные предприятия частным фирмам, что способствует развитию предпринимательской деятельности.

Иностранные государства будут направлять инвестиции преимущественно в развитие инфраструктуры при условии, что у них имеется зарубежная собственность, либо они обладают правом долгосрочной аренды. Чаще всего в качестве иностранных вложений используются средства отдельных (частных) физических и юридических лиц, осуществляющие прямое или портфельное инвестирование.

Источники финансирования инвестиций на *микроуровне* классифицируются следующим образом (см. рис. 9.2):

В таблице 9.2 приведена сравнительная характеристика собственных, привлеченных и заемных источников финансирования.

Таблица 9.2

**Сравнительная характеристика
различных источников финансирования**

Параметры для сравнения	Собственные источники	Привлеченные источники	Заемные источники
1. Доступность	Собственные источники находятся всегда в распоряжении организации, однако их использование может потребовать отвлечения из оборота	1. Доступность ограничена, в частности эмиссию акций могут проводить только те АО, уставной капитал которых полностью оплачен. 2. АО могут столкнуться с проблемой реализации ценных бумаг на рынке	1. На привлечение заемных средств могут рассчитывать только организации с устойчивым финансовым положением. 2. Часто требуется дополнительное обеспечение кредита
2. Достаточность	Как правило, собственных средств оказывается недостаточно для нормальной производственно-хозяйственной деятельности организации	Величина привлеченных средств ограничена «привлекательностью» акций для населения	Величина кредита ограничена его обеспечением
3. Цена источников	Использование собственных источников не приводит к дополнительным затратам	По акциям АО выплачивают дивиденды	Проценты по кредиту, процент или дисконт по облигациям

Основным источником собственных средств является *уставный капитал* (уставный фонд) предприятия, который формируется при учреждении предприятия за счет средств участников.

При создании предприятия сформированный уставный фонд – это главный и единственный источник инвестиций данного предприятия, его величина должна быть объявлена заранее, поскольку она определяет первоначальный размер имущества предприятия и является обеспечением обязательств предприятия перед кредиторами.

В процессе функционирования предприятия уставный капитал может увеличиваться путем дополнительной эмиссии акций, а также



Рис. 9.2. Состав источников финансирования инвестиций

приема в состав акционеров нового крупного участника, который вкладывает значительную сумму в уставный фонд.

Кроме уставного у предприятий имеется *добавочный капитал*, складывающийся за счет прироста стоимости внеоборотных активов, которая образуется после переоценки основных фондов и других материальных ценностей. Периодическую переоценку основных фондов проводят с целью приведения их балансовой стоимости в соответствие с рыночными ценами, чтобы у предприятий был стимул для своевременного обновления фондов. В состав добавочного капитала включают также и эмиссионный доход, который образуется как разница между ценой размещения акций предприятия и их номинальной стоимостью.

Предприятия могут создавать *резервный фонд (капитал)*, средства которого направляют на покрытие каких-либо убытков предприятия, а также на погашение облигаций и выкуп собственных акций при отсутствии прибыли, либо получении недостаточного размера прибыли. Резервный фонд формируется на предприятии при условии, что его создание является обязательным для предприятий и закреплено соответствующими законодательными актами, либо предусмотрено в Уставе данного предприятия.

Одним из главных инвестиционным источником для предприятий является получаемая *прибыль*. Из полученной прибыли сначала выплачивают налоги и другие обязательные платежи. Затем, из оставшейся части чистой прибыли, на основании решения общего собрания акционеров формируют различные фонды, в том числе – инвестиционный, осуществляют выплату дивидендов, покрытие каких-либо убытков и т. д. Часть прибыли, направляемой на инвестирование, аккумулируют в специальных фондах – фонде накопления или фонде развития.

Размер чистой прибыли, часть которой направляется в фонд накопления, зависит от величины выплачиваемых налогов.

Одним из факторов, увеличивающих объем прибыли как источника финансирования инвестиций, является *инвестиционный налоговый кредит*, который дает предприятиям возможность уменьшать налоговые платежи за счет отсрочки уплаты налогов. Благодаря снижению налоговой нагрузки предприятия могут использовать эти средства для финансирования инвестиций, а задолженность по налогам выплачивается впоследствии, поэтапно, с учетом начисленных процентов.

Еще одним источником собственных средств, за счет которого можно увеличить финансирование инвестиций, является *амортизационный фонд* (амортизационные отчисления). Амортизационный фонд предназначен для воспроизводства основных фондов, он используется на модернизацию оборудования, внедрение новых технологий, реконструкцию производства, реализацию инвестиционных проектов и т. д. Амортизационные отчисления образуются путем включения части стоимости основных фондов предприятия в стоимость вновь создаваемого товара и возвращаются к производителю после окончания процесса реализации товаров и услуг.

Инвестирование за счет источников собственных средств имеет ряд достаточно серьезных преимуществ.

Во-первых, владелец предприятия может самостоятельно, без согласования своего решения с другими субъектами хозяйствования и вышестоящими организациями, направить эти средства на финансирование инвестиций. Во-вторых, в отличие от заемного капитала за использование собственных средств инвестор не уплачивает проценты, следовательно, он экономит денежные средства и сумма, направляемая на инвестирование, будет увеличиваться. Эти преимущества обеспечивают предприятию финансовую устойчивость, платежеспособность, стабильность на рынке, а также снижают риск неплатежей и банкротства.

Следует отметить, что *инвестирование за счет источников собственных средств имеет и некоторые недостатки.*

Во-первых, величина собственных средств ограничена, поэтому в период благоприятной рыночной конъюнктуры у предприятия не будет возможности вкладывать в развитие значительные средства и осуществ-

влять дальнейшее совершенствование производства. Во-вторых, поскольку собственные средства используются для осуществления инвестиций, следовательно, другие экономические нужды предприятия не покрываются, и возникает необходимость в привлечении альтернативных заемных средств.

Чтобы обеспечить эффективность инвестиционных вложений и осуществить важные инвестиционные проекты, позволяющие предприятию укрепить финансовое положение и упрочить свои позиции на рынке, ему необходимы заемные средства.

Заемные средства – это финансовые ресурсы, получаемые на определенный срок на условиях возвратности и уплаты процентов, причитающихся по договору, хотя могут быть и беспроцентные условия возврата займа. Основными заемными средствами являются различные формы кредита, а также средства, получаемые от выпуска и размещения облигаций и других ценных бумаг предприятия.

При нормальном функционировании рыночной экономики заемные средства становятся более дешевым источником финансирования инвестиций, поскольку проценты за кредит, как правило, ниже, чем уровень рентабельности производства. Поэтому в такой ситуации выгоднее использовать на нужды производства собственные средства, а на инвестиции – заемные.

Финансирование инвестиций осуществляют через *различные формы кредита*: коммерческий, банковский, бюджетный кредит и т. д. Коммерческий (товарный) кредит предприятия предоставляют друг другу путем отсрочки платежей за поставленные для выполнения инвестиционных проектов товары и другие материальные ценности. Банковский кредит, предназначенный для инвестиций, предприятие получает в кредитных организациях на специальных условиях, обозначенных в кредитном договоре. В отдельных случаях, если необходимы средства для предприятия, решающего общенациональные задачи и способствующего развитию социальной сферы, производственной инфраструктуры и экономики государства в целом, могут предоставляться кредиты из бюджетов различного уровня. Условия предоставления бюджетных кредитов отличаются от банковского кредитования (как правило, бюджетные кредиты выдаются на льготных условиях).

Источником заемных средств являются *корпоративные облигации*, выпускаемые и размещаемые предприятием среди населения и других хозяйствующих субъектов. Как правило, корпоративные облигации выпускают на более длительный срок, по сравнению с инвестиционным периодом. Это необходимо для того, чтобы средства, полученные от реализации инвестиционных проектов, можно было использовать на погашение облигационного займа. Чтобы разместить такие займы необходимо формирование наиболее привлекательных условий размеще-

ния для потенциальных инвесторов, обеспечивающих им постоянный доход и ликвидность этих ценных бумаг на фондовом рынке.

Инвестиционные ресурсы, полученные путем выпуска облигаций, позволяют предприятию привлечь денежные средства мелких инвесторов, практически не вмешивающихся в деятельность предприятия и не мешающих ему выполнять поставленные задачи, достигать намеченные цели на определенных принципах. Процентные доходы, которые меньше банковской ставки по кредиту и величина которых зафиксирована, позволяют предприятиям более точно прогнозировать доходную и расходную часть, уменьшают финансовые и инвестиционные риски.

Недостатком инвестиционных ресурсов, полученных путем выпуска облигаций, является то, что процедура эмиссии облигаций регламентируется органами управления рынка ценных бумаг, кроме того практически отсутствует вторичный рынок облигаций.

Однако в целом у *внешних источников имеется большое преимущество*, связанное с возможностью значительно увеличить инвестиционные ресурсы путем привлечения дополнительных средств, особенно если у предприятия хорошая репутация и оно может предоставить залог, либо обеспечить возврат средств при помощи надежных гарантов.

Обычно процесс привлечения заемных средств является длительным и достаточно сложным. Кроме того, при высоком удельном весе в инвестиционных ресурсах заемных средств, увеличивается риск неплатежеспособности и банкротства предприятия, вследствие чего возможна ситуация, связанная с наступлением потери инвестором своей собственности.

Использование заемных средств для инвестирования, уменьшает массу прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, поскольку из прибыли выплачиваются проценты за использование заемных средств и другие платежи, связанные с кредитом. Иногда, при заключении долгосрочных кредитных договоров, процентная ставка на кредитном рынке может снизиться, а инвестор по-прежнему будет выплачивать обозначенную в кредитном договоре более высокую ставку, что делает такие кредиты невыгодными. И наконец, заемные средства необходимо возвращать в оговоренный срок, следовательно, значительная часть дохода, получаемая от реализации инвестиционных проектов, будет направляться на выплату задолженности.

Предприятие-инвестор может привлекать средства, которые затем становятся собственными средствами предприятия, из нескольких источников.

Источником таких средств является *дополнительная эмиссия акций*. Дополнительный выпуск акций позволяет получить акционерно-

му обществу дополнительный капитал. Новый выпуск акций размещают не только среди старых, но и среди новых акционеров.

Преимущественным правом покупки обладают действующие акционеры, причем пропорционально имеющемуся у них пакету акций, что позволяет поддерживать установленную структуру акционерного общества. При этом у отдельного акционера сохраняется его доля в уставном капитале и контроль деятельности данного акционерного общества. Если средств действующих акционеров не достаточно, то акции продают сторонним покупателям. Таким образом, средства, вырученные от реализации акций, увеличивают собственный капитал предприятия и могут быть направлены на инвестирование.

Преимущество такого способа финансирования инвестиций заключается в меньшей степени риска, по сравнению с использованием заемных средств. Общая сумма долговых обязательств компании не меняется, в процессе привлечения дополнительных ресурсов не требуются какие-либо гарантии или залог. Кроме того, при дополнительной эмиссии акций не имеется никаких обязательств по возврату капитала и гарантий по выплате дивидендов, поскольку обществом может быть не получена прибыль. Даже при наличии прибыли дивиденды могут быть установлены минимальными, или, если собрание акционеров приняло соответствующее решение, то дивиденды в течение какого-то периода времени могут не выплачиваться.

Основными недостатками такого способа является то, что, во-первых, процедура эмиссии и размещения акций всегда требует дополнительные транзакционные затраты, которые могут оказаться довольно высокими. Кроме того, реализация значительного количества акций новым акционерам может привести к риску утраты контроля над капиталом акционерного общества, а вся деятельность, связанная с дополнительной эмиссией акций, возможна только в рамках, установленных органом управления фондового рынка.

Привлечение заемных средств может осуществляться *на безвозмездной основе*, прежде всего – за счет *бюджетного финансирования*. Отраслям общенационального значения требуются большие капитальные затраты, которые зачастую частный бизнес осуществить не в состоянии. Кроме того, эти инвестиции из-за высокой степени риска и низкой экономической отдачи малопривлекательны. Поэтому практически во всем мире за счет бюджетного финансирования осуществляют инвестиции в развитие социальной и производственной инфраструктуры, в создание современных производств, позволяющих двигать вперед научно-технические достижения в национальной экономике или совершенствующим структуру национального хозяйства. Осуществляя такое финансирование, государство стимулирует

экономический рост и воздействует на хозяйственную конъюнктуру в стране.

Средства, выделяемые из бюджетов разных уровней, предназначены для объектов, включаемых в федеральные целевые программы. При их выборе учитывают социальные приоритеты и значимость объекта для развития национальной экономики. Большое значение при выборе объекта инвестирования имеет частичное бюджетное финансирование и проведение различных тендеров для остальных инвесторов. Программу бюджетного финансирования разрабатывают и принимают в гласном порядке, с обязательным опубликованием в открытой печати, как самой программы, так и отчета о выполнении этой программы. Выделенные средства направляют на строго определенные цели, их расходование находится под контролем государства.

Бюджетный кредит оформляется соответствующим договором и предоставляется на условиях гарантии возвратности и платности. Такие гарантии могут выдаваться банками, либо под залог имущества, акций, ценных бумаг и паев на всю сумму предоставленного кредита. Получить такой кредит имеют право только те юридические лица, у которых нет задолженности по ранее предоставленным бюджетным кредитам. Заемщик обязан своевременно выплачивать проценты и погасить кредит в установленный срок. По первому требованию заемщик должен предоставить контролирующему органу информацию о направлении использования полученных средств. Все платежи по такому кредиту приравниваются к платежам в бюджет.

Инвестиционный налоговый кредит позволяет налогоплательщику уменьшить суммы выплачиваемых налогов в течение определенного срока, возместив эти суммы впоследствии с выплатой установленного процента. Такой кредит обычно предоставляется по налогу на прибыль, а также по региональным и местным налогам на срок от одного года до пяти лет. Сумма, недоплаченная по сбору налогов, и будет составлять сумму кредита, на которую начисляются соответствующие проценты. Действие договора об инвестиционном налоговом кредите может быть прекращено, если заемщик досрочно погасил весь кредит, а также проценты по нему.

Возможны и другие источники получения средств для инвестиций на безвозмездной основе. Если предприятие является составным звеном финансово-промышленной компании или другой формы объединения предприятий, то она может получить средства на инвестиции в целях развития из централизованных фондов этого объединения. Возможны выделения средств и из централизованных внебюджетных фондов. Так, Пенсионный фонд может финансировать создание объектов для пенсионеров. Используются для финансирования и благотворительные фонды, и пожертвования частных лиц.

Различают и косвенные источники финансирования инвестиций – это такие источники, которые напрямую не влияют на величину стоимости имущества организации. К *косвенным источникам* относятся:

1) *Лизинг* – экономические и правовые отношения, возникающие в связи с реализацией договора лизинга, включая приобретение предмета лизинговой сделки. Традиционная схема лизинга строится на взаимоотношениях трех сторон:

- лизингополучатель – предприятие, заинтересованное в приобретении определенного оборудования для своей производственно-хозяйственной деятельности;

- лизингодатель – участник сделки, который по поручению лизингополучателя приобретает требуемое оборудование у определенного поставщика, а затем передает его по договору лизинга лизингополучателю;

- поставщик (продавец) оборудования.

Предметом лизинговой сделки может быть не только оборудование, но и сами предприятия, а также имущественные комплексы, здания, сооружения, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое необходимо для осуществления предпринимательской деятельности. Не могут быть предметом лизинговой сделки земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое запрещено законом для свободного обращения, либо если установлены особые условия его обращения, за исключением продукции военного назначения.

Лизинг необходим тем предприятиям, у которых, с одной стороны, нет в достаточном объеме собственных средств для приобретения необходимого оборудования, а с другой стороны, финансовое состояние не позволяет получить кредит в банке по критерию кредитоспособности и платежеспособности. То есть лизинговые сделки привлекательны для предприятий, финансовое положение которых является неустойчивым, которые не могут гарантировать возврат заемных средств. Кроме того, предмет лизинговой сделки (имущество, приобретаемое по договору лизинга) уже сам по себе служит обеспечением данной сделки. Необходимо отметить, что платежи по лизингу, как правило, более высокие, по сравнению с платежами по кредиту.

Имущество, приобретаемое по договору лизинга, является собственностью лизингодателя, лизингополучатель ведет учет этого имущества на забалансовых счетах, и поэтому на общей величине имущества непосредственно лизингополучателя оно напрямую не отражается.

2) *Франчайзинг* – договор, по которому одна сторона, являющаяся правообладателем, обязуется предоставить другой стороне – пользова-

телю право на использование в его предпринимательской деятельности комплекс исключительных прав правообладателя:

- право на фирменное название и (или) коммерческий логотип правообладателя;
- право на информацию, являющуюся коммерческой тайной;
- право на товарный знак, знак обслуживания и т. д.

Пользователю исключительные права правообладателя передаются на определенный срок (либо без указания срока) за соответствующие вознаграждение.

По сути франчайзинг означает передачу крупным, известным предприятием другому предприятию права на использование его товарного знака, технологий, отработанной системы ведения бизнеса, рынков сбыта и т. п. Самыми известными в России примерами использования франчайзинга являются продажа программного продукта 1С-Бухгалтерия, система быстрого питания «Макдональдс», производство легковых автомобилей известных производителей и др.

3) *Факторинг* – договор финансирования под уступку денежного требования, когда одна сторона – финансовый агент – передает, или обязуется передать другой стороне – клиенту денежные средства в счет денежного требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику). Этот источник финансирования инвестиций фактически означает продажу дебиторской задолженности предприятия специализированной компании (фактор-фирме).

Факторинг, в отличие от лизинга, отражается на структуре имущества предприятия, поскольку дебиторская задолженность преобразуется в денежные средства, но на итоге баланса предприятия факторинг практически не отражается. К факторингу чаще всего прибегают колллекторские агентства, банки и другие кредитные организации.

9.3. Оптимизация структуры источников формирования инвестиций

Завершающим этапом разработки стратегии формирования инвестиционных ресурсов является оптимизация структуры их источников. Оптимизировать структуру источников формирования инвестиций необходимо, поскольку, определенное соотношение между внутренними и внешними инвестиционными источниками может не соответствовать целям финансовой стратегии предприятия и привести к существенному снижению уровня ее финансовой устойчивости.

Осуществляя оптимизацию структуры источников формирования инвестиционных ресурсов, принимают во внимание ряд основных осо-

бенностей, характерных для каждой группы источников финансирования.

У внутренних (собственных) источников финансирования отмечаются следующие позитивные особенности:

- а) простота и быстрота привлечения;
- б) высокая отдача по критерию доходности на инвестируемый капитал, т.к. не требуется уплата ссудного процента в любых его формах;
- в) существенное снижение риска неплатежеспособности и банкротства предприятия при использовании внутренних источников;
- г) полное сохранение управления у первоначальных учредителей предприятия.

Недостатки внутренних источников финансирования следующие:

- ограниченность объемов привлечения, в связи с чем ограничивается и возможность существенно расширить инвестиционную деятельность при благоприятной рыночной конъюнктуре;
- ограниченность внешнего контроля эффективности использования собственных инвестиционных ресурсов, что при неквалифицированном менеджменте может привести к тяжелым финансовым последствиям для предприятия.

Для внешних (заемных и привлеченных) источников финансирования характерны следующие положительные особенности:

- а) наличие больших объемов инвестиционных ресурсов, значительно превышающих объемы собственных денежных средств;
- б) наличие внешнего контроля эффективности осуществления инвестиционной деятельности и стимулирование внутренних резервов ее улучшения.

К недостаткам внешних источников инвестирования относят:

- сложный процесс по привлечению и оформлению;
- длительность периода привлечения;
- наличие гарантий возврата средств, либо обеспечение обязательств залогом имущества;
- высокий риск банкротства из-за несвоевременного погашения полученных ссуд;
- уменьшение доли прибыли от инвестиционной деятельности, из которой необходимо уплачивать проценты за пользование заемными средствами;
- потеря полного управления деятельностью предприятия (при акционировании).

Таким образом, при оптимизации структуры источников финансирования инвестиций необходимо учитывать преимущества и недостатки каждой групп источников (табл. 9.3).

Таблица 9.3

Преимущества и недостатки источников финансирования

Преимущества	Недостатки
<i>Внутренние источники</i>	
Простота и быстрота привлечения	Ограниченный объем привлекаемого капитала
Высокая отдача по критерию нормы прибыльности капитала	
Снижение риска неплатежеспособности и банкротства организации	Ограниченность внешнего контроля за эффективностью использования инвестиционных ресурсов
Полное сохранение управления в руках первоначальных учредителей	
<i>Внешние источники</i>	
Большой объем привлекаемого капитала	Сложность привлечения
	Необходимость предоставления гарантий кредиторам
Более высокий внешний контроль за эффективностью инвестиционной деятельности	Повышение риска банкротства и неплатежеспособности
	Платность ресурсов
	Частичная потеря управления деятельностью организации первоначальными учредителями

Для оптимизации внутренних и внешних инвестиционных источников применяют *два критерии*:

1. Способность обеспечить высокую финансовую устойчивость предприятия, которую определяют как удельный вес собственных денежных средств в общей величине инвестиций, направляемых на финансирование инвестиционной деятельности (коэффициент самофинансирования).

2. Максимизация величины прибыли от инвестирования, которая остается в распоряжении первоначальных учредителей предприятия, при различном соотношении внешних и внутренних источников финансирования этой деятельности.

Финансовая устойчивость предприятия в прогнозируемом периоде определяется по формуле:

$$K_{\text{cf}} = \text{ИР}_c / \text{ИР}_o, \quad (9.3.1)$$

где: ИР_c – величина собственных финансовых ресурсов, направляемых на формирование инвестиционных ресурсов; ИР_o – общая величина сформированных инвестиционных ресурсов.

Максимизировать получаемую прибыль при различном соотношении внутренних и внешних источников финансирования инвестицион-

ной деятельности можно при помощи расчета *эффекта финансового рычага* (или финансового левериджа).

Суть эффекта финансового левериджа состоит в том, что появляется возможность капитал, взятый в долг, использовать под дисконтированный процент на инвестиции, приносящие более высокую прибыль, по сравнению с уплаченным процентом. Эффект финансового рычага рассчитывают на основе формулы:

$$R = r + D / K \times (r - i), \quad (9.3.2)$$

где: K – собственный капитал; D – долгосрочная задолженность; i – проценты по долгосрочной задолженности; r – ставка доходности инвестированного капитала (собственный капитал + долгосрочная задолженность).

Эффект финансового рычага представляет положительную величину. Второе слагаемое рассчитывается отношением заемного капитала к собственному капиталу, умноженному на разность между прибылью от чистых активов и стоимостью уплаченных процентов по кредитам с учетом налога.

При условии, что $r > i$, т. е. доходность инвестированного капитала благодаря привлеченным средствам выше, доходность собственного капитала будет возрастать.

Когда удельный вес задолженности в структуре капитала возрастает, доходность собственного капитала увеличивается, поскольку доходность инвестированного капитала выше стоимости выплачиваемых процентов по заемным средствам.

Эффект финансового рычага может быть достигнут только при условии, когда норма прибыли на инвестируемый капитал значительно выше среднего уровня процентов, уплачиваемых по всем источникам привлеченных средств.

ТЕМА 10.СИСТЕМЫ И МЕТОДЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА

10.1. Основные формы инвестиционного анализа

Анализ инвестиционной деятельности (инвестиционный анализ) – это специальная процедура оценки инвестиционной активности и эффективности инвестиционных проектов, направленная на выявление резерва их увеличения, получения ожидаемого экономического эффекта и прироста их потенциала за счет инвестированных средств.

При помощи инвестиционного анализа у инвестора появляется возможность получить правильную оценку целесообразности осуществления инвестирования, а также проанализировать возможные риски и условия финансирования, которые могут качественным образом повлиять на принятие управленческих решений по реализации инвестиций.

В качестве объекта инвестиционного анализа выступает любая финансово-хозяйственная деятельность предприятия, взаимосвязанная с социальными, техническими и организационными условиями финансовых вложений.

Существует несколько *основных систем* инвестиционного анализа, проводимого на предприятии:

1. Горизонтальный (трендовый) анализ – основан на исследовании изменения во времени отдельных показателей инвестиционной деятельности. Для этого необходимо рассчитать темпы увеличения/уменьшения отдельных инвестиционных показателей за ряд лет и определить общие тенденции их изменения (или тренда). Наиболее распространенными разновидностями трендового анализа являются:

- анализ динамики показателей за *отчетный период* в сопоставлении с показателями за *предшествующий период* (месяц, квартал, год);

- анализ динамики показателей за *отчетный период* в сопоставлении с показателями за *аналогичный период прошлого года*;

- анализ динамики показателей за *ряд предшествующих лет*.

2. Вертикальный анализ – основан на методике структурного разложения обобщающих показателей инвестиционной деятельности предприятия. Разновидностями вертикального анализа являются следующие виды:

- структурный анализ инвестиций;

- структурный анализ инвестиционных ресурсов;
- структурный анализ денежных потоков от инвестиционной деятельности.

3. Сравнительный анализ – основан на сравнительной оценке отдельных групп аналогичных показателей друг с другом. В инвестиционном анализе наиболее распространенными являются следующие виды сравнительного анализа:

- сравнивают показатели инвестиционной деятельности анализируемого предприятия со среднеотраслевыми показателями;
- сравнивают показатели инвестиционной деятельности анализируемого предприятия по сравнению с предприятиями-конкурентами;
- сравнивают отчетные и плановые показатели инвестиционной деятельности.

4. Коэффициентный анализ – основан на расчете показателей финансовой деятельности предприятия и последующем сравнении их между собой. В инвестиционном анализе наиболее часто рассчитывают следующие коэффициенты:

- показатели ликвидности и платежеспособности;
- показатели рентабельности;
- показатели финансовой устойчивости;
- показатели деловой активности.

5. Интегральный анализ – основан на более углубленной (многофакторной) оценке инвестиционной деятельности предприятия. Наиболее распространенными являются следующие виды интегрального анализа:

- система «Дюпона» – разработанная американской фирмой «Дюпон» специальная модель, в соответствии с которой рассчитывают коэффициент рентабельности используемых активов, перемножая два показателя – рентабельность продаж продукции и коэффициент оборачиваемости активов;

- система SWOT-анализа – основана на комплексной оценке следующих групп показателей: S – сильных сторон предприятия; W – слабых сторон предприятия; O – возможностей развития предприятия; T – угроз развития предприятия;

- объективно-ориентированная модель – основана на расчетах с применением компьютерных технологий и разработанных прикладных программ. Основой программы является модель формирования чистой инвестиционной прибыли, представляемой совокупностью взаимосвязанных финансовых блоков, которые являются непосредственным источником формирования величины чистой прибыли от инвестиционной деятельности. Систему финансовых блоков каждый пользователь формирует сам, учитывая специфику инвестиционной деятельности. Его задачей является введение в программный модуль, используя от-

четную информацию предприятия, следующих показателей этих блоков: выручки от реализации и объемов реализации; скорости оборота инвестированных оборотных средств; длительности технологического процесса; размеров собственных и заемных инвестиционных средств и т. д. При помощи программы производятся расчеты влияния всех показателей на общую величину чистой прибыли от инвестиций;

- система портфельного анализа – основана на использовании «портфельной теории», по которой уровень прибыльности портфеля финансовых инвестиций рассматривается в одной связке с уровнем риска портфеля (система «доходность-риск»). В соответствии с этой теорией можно за счет формирования «оптимального портфеля» (соответствующего подбора ценных бумаг) снизить уровень риска и соответственно повысить доходность. Следует помнить, что между рискованностью и доходностью ценных бумаг существует прямо пропорциональная зависимость, чем более рискованны вложения, тем больше ожидаемая прибыль.

В зависимости от поставленных целей, различают следующие формы инвестиционного анализа:

1. В зависимости от организации проведения:
 - внутренний инвестиционный анализ;
 - внешний инвестиционный анализ.
2. В зависимости от объема исследования:
 - полный инвестиционный анализ – это комплексный анализ всего инвестиционного проекта;
 - тематический анализ – проводится с целью изучения эффективности работы отдельных отделов предприятия.
3. В зависимости от глубины аналитического исследования:
 - экспресс-анализ – проводится на базе финансовой отчетности;
 - фундаментальный анализ – включает исследование показателей динамики инвестиционной деятельности.
4. В зависимости от объекта анализа:
 - анализ инвестиционной деятельности компании в целом;
 - анализ отдельных «центров инвестиций»;
 - анализ отдельных инвестиционных операций.
5. В зависимости от периода проведения анализа:
 - предварительный инвестиционный анализ;
 - текущий (оперативный) инвестиционный анализ;
 - последующий (ретроспективный) инвестиционный анализ.

Текущий и предварительный анализ инвестиционной деятельности проводится в контрольных целях во время реализации отдельных инвестиционных операций. Ретроспективный анализ используется для контроля выполнения плановых заданий, выявления резервов, объективной оценки результатов деятельности.

10.2. Методы инвестиционного анализа

Существует ряд методов оценки эффективности инвестиций, которые можно разделить на две основные группы:

1. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов, не включающие дисконтирование:

- расчет срока окупаемости инвестиций;
- расчет нормы прибыли на капитал;
- расчет разности между суммой доходов и инвестиционными единовременными затратами за весь период реализации инвестиционного проекта. Этот метод имеет название «Cash-flow», что означает «накопленное сальдо денежного потока»;
- расчет сравнительной эффективности приведенных затрат на производство продукции;
- выбор вариантов капитальных вложений на основе сравнения массы прибыли (метод сравнения прибыли).

Методы оценки эффективности, не включающие дисконтирование, иногда называют статистическими методами оценки эффективности инвестиций.

При использовании этих методов основываются на проектных, плановых и фактических данных о величине затрат и результатах, обусловленных реализацией инвестиционного проекта. В отдельных случаях прибегают к статистическим расчетам, чтобы получить среднегодовые данные о затратах и полученных доходах за весь срок реализации инвестиционного проекта. Среднегодовую статистику используют, как правило, тогда, когда затраты и доходы распределены неравномерно в течение реализации инвестиционного проекта.

В результате таких статистических расчетов не учитывается в полной мере фактор времени, влияющий на изменение стоимости денег, уровня инфляции и рисков. В связи с этим будет усложнено проведение сравнительного анализа данных, предусмотренных в проекте, и фактических данных за каждый год реализации инвестиционного проекта. Поэтому методы, не включающие дисконтирование, основанные на статистической оценке, целесообразно применять тогда, когда затраты и доходы равномерно распределяются по годам за весь период реализации инвестиционного проекта и срок его окупаемости охватывает небольшой промежуток времени (до пяти лет). На практике эти методы широко распространены, поскольку они довольно просты в применении, не сложны для понимания большинству специалистов фирм, позволяют на основе общедоступности необходимой информации быстро рассчитать эффективность инвестиционных проектов. Основными недостатками этой методики являются: охват короткого периода времени; не принятие в расчет влияния фактора времени на стоимость денег;

неравномерное распределение денежных потоков в течение всего периода реализации инвестиционных проектов.

Всю совокупность статистических методов оценки эффективности инвестиций условно разделяют на *две группы*:

- 1) методы абсолютной эффективности инвестиций;
- 2) методы сравнительной эффективности вариантов капитальных вложений.

К первой группе относятся метод, основанный на расчете сроков окупаемости инвестиций, и метод, основанный на определении нормы прибыли на капитал.

Ко второй группе относятся:

- метод накопленного сальдо денежного потока (накопленного эффекта) за расчетный период;
- метод сравнительной эффективности (метод приведенных затрат);
- метод сравнения прибыли.

Теория абсолютной эффективности капитальных вложений основана на предположении, что реализовывать или внедрять необходимо такой инвестиционный проект, который способен обеспечить выполнение нормативов эффективности использования капитальных вложений, установленных инвестором: нормативный срок полезного использования инвестиционного проекта, или получение заданной нормы прибыли на капитал. Проект следует внедрять, когда ожидаемое значение фактических показателей будет равно или больше нормативного значения.

Теория сравнительной эффективности капитальных вложений основана на предположении, что внедрять (реализовывать) стоит такой инвестиционный проект из нескольких альтернативных, который способен обеспечить один из трех экономических результатов: минимизацию величины приведенных затрат, максимизацию прибыли, максимизацию накопленного эффекта за расчетный период его использования.

Дисконтирование – методика оценки инвестиционных проектов через выражение будущих денежных потоков, связанных с реализацией проектов, через их стоимость в текущий момент времени. Методы оценки эффективности инвестиций, основанные на дисконтировании, применяются в случаях крупномасштабных инвестиционных проектов, реализация которых требует значительного времени.

2. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов, включающие дисконтирование:

- метод чистой приведенной стоимости (метод чистой дисконтированной стоимости, метод чистой текущей стоимости);
- метод внутренней нормы прибыли;
- дисконтированный срок окупаемости инвестиций;
- индекс доходности;
- метод аннуитета.

Оценка эффективности инвестиционного проекта на основе чистой дисконтированной стоимости дает возможность выбора управленческого решения о реализации инвестиционного проекта путем сравнения величины будущих дисконтированных доходов с затратами (капитальными вложениями), которые необходимы для его реализации.

Индекс доходности определяют как отношение приведенных инвестиционных доходов к приведенным финансовым расходам на момент начала реализации проекта. Если показатель индекса доходности больше единицы, то проект принимается, если меньше единицы – проект отклоняется.

Внутренняя норма прибыли представляет собой ту расчетную ставку процента (ставку дисконтирования), при которой сумма дисконтированных доходов за весь период реализации инвестиционного проекта становится равной сумме первоначальных затрат (инвестициям). Внутренняя норма доходности трактуется как максимальная ставка процента, под который предприятие может получить заемные средства в виде кредита для финансирования проекта.

Аннуитет – вычисление общей величины затрат на приобретение по текущей общей стоимости, которые затем равномерно распределяют на весь срок реализации инвестиционного проекта.

10.3. Коэффициент рентабельности инвестиций

Коэффициент рентабельности инвестиций – ROI (Return On Investment) отражает доходность предприятия от использования заемного (долгосрочного) и собственного капитала.

Долгосрочные обязательства – это кредиты и займы, срок выплат по которым превышает 12 месяцев.

Коэффициент рентабельности инвестиций показывает, сколько единиц денежных средств потребуется предприятию, чтобы получить единицу прибыли. Коэффициент рентабельности инвестиций отражает конкурентоспособность предприятия, а также его инвестиционную привлекательность.

Коэффициент рентабельности инвестиций рассчитывается по формуле:

$$ROI = \frac{\text{Чистая прибыль}}{(\text{Собственный капитал} + \text{Долгосрочные обязательства})} \times 100\% \quad (10.3.1)$$

Если к расчетам **добавить период**, то коэффициент рентабельности инвестиций за период можно рассчитать по следующему алгоритму:

$$\frac{(\text{Сумма инвестиций к концу периода} + \text{Доходы за период} - \text{Размер осуществленной инвестиции})}{\text{Размер осуществленной инвестиции}} \quad (10.3.2)$$

Чем выше значение ROI, тем эффективнее предприятие (организация) использует инвестиционный капитал. Данный показатель используют различные инвесторы, кредиторы, собственники, поставщики, государство для оценки эффективности и результативности деятельности предприятия.

Другое название коэффициента рентабельности инвестиций – это коэффициент рентабельности постоянного капитала.

Данный показатель отражает конкурентоспособность предприятия генерировать прибыль в рыночной экономике.

Коэффициент рентабельности инвестиций определяется отношением прибыли к сумме, инвестированной в деятельность предприятия.

Использование показателя ROI связано с возможностью его сопоставления с другими показателями рентабельности фирмы и определения степени приемлемости рассматриваемого проекта.

Преимуществами этого показателя являются ясность и простота расчетов, а также направленность на показатель доходности, что, с одной стороны, дает возможность создать четкую систему стимулирования связанного с процессом инвестирования персонала, а с другой стороны, заинтересовать акционеров предприятия, которым в первую очередь важны показатели доходности.

Недостатки показателя ROI аналогичны слабостям показателя срока окупаемости. Он не учитывает неодинаковой ценности денежных средств во времени и различий в величине денежных поступлений, которые возникают как результат неодинаковой продолжительности эксплуатации созданных благодаря инвестированию активов.

ТЕСТЫ ПО ПРОВЕРКЕ КАЧЕСТВА ВЛАДЕНИЯ МАТЕРИАЛОМ

1. Объектами финансовых инвестиций являются:

- а) основные фонды;
- б) банковские депозиты;
- в) оборотный капитал;
- г) акции золотодобывающих компаний

2. Объектами реальных инвестиций являются:

- а) основные фонды;
- б) оборотный капитал;
- в) акции реального сектора экономики;
- г) объекты тезаврации.

3. Инвестиции – это:

а) обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством ПМР и утвержденными в установленном порядке нормами и стандартами, а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план);

б) вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды и оборотные средства во всех отраслях и сферах народного хозяйства ПМР, ценные бумаги, целевые денежные вклады, научно-техническая продукция, другие объекты собственности, а также имущественные права и права на интеллектуальную собственность;

в) 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) и достижения положительного социального эффекта;

г) расчетный суммарный объем денежных средств, подлежащих уплате в виде ввозных таможенных пошлин, федеральных налогов и взносов в государственные внебюджетные фонды инвестором.

4. Инвестиционная деятельность – это:

- а) вложение инвестиций;
- б) совокупность практических действий по реализации инвестиций;
- в) любая деятельность, связанная с использованием капитала;

г) мобилизация денежных средств с любой целью.

5. Капитальные вложения – это:

- а) размещение капитала в ценные бумаги;
- б) инвестирование в создание новых или воспроизводство действующих основных фондов;
- в) инвестиции в любые объекты;
- г) инвестиции в новые технологии.

6. Технологическая структура капитальных вложений представляет соотношение затрат на:

- а) реконструкцию;
- б) строительно-монтажные работы;
- в) новое строительство;
- г) оборудование;
- д) прочие нужды;
- е) техническое перевооружение;
- ж) расширение.

7. Субъектами инвестиционной деятельности являются:

- а) инвесторы;
- б) приказчики;
- в) заказчики;
- г) аудиторы;
- д) подрядчики;
- е) пользователи.

8. Стабильность налоговой нагрузки в течение срока окупаемости сохраняется для:

- а) приоритетных инвестиционных проектов;
- б) всех инвестиционных проектов.

9. Жизненный цикл инвестиционного проекта включает в себя следующие фазы:

- а) прибыльную;
- б) прединвестиционную;
- в) убыточную;
- г) заключительную;
- д) инвестиционную;
- е) начальную;
- ж) эксплуатационную.

10. К простым методам оценки инвестиционных проектов относят расчет следующих показателей:

- а) ставка прибыльности проекта;
- б) простая норма прибыли;
- в) чистая настоящая стоимость;
- г) срок окупаемости вложений;
- д) внутренняя норма доходности.

11. К сложным методам оценки инвестиционных проектов относят расчет следующих показателей:

- а) ставка прибыльности проекта;
- б) простая норма прибыли;
- в) чистая настоящая стоимость;
- г) срок окупаемости вложений;
- д) внутренняя норма доходности.

12. Инвестиционный риск – это:

- а) вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь в ситуации неопределенности условий инвестиционной деятельности;
- б) вероятность получения прибыли выше запланированной величины;
- в) вероятность смены в стране политической власти.

13. Проекты, которые могут быть приняты к исполнению одновременно, называются:

- а) альтернативными;
- б) комплиментарными (взаимодополняющими);
- в) независимыми;
- г) замещающими.

14. Бизнес-план разрабатывается с целью

- а) обоснования возможности реализации инвестиционного проекта;
- б) рекламы;
- в) текущего планирования производства.

15. Возвратный поток денежных средств от владения облигациями включает в себя:

- а) амортизационные отчисления;
- б) дивиденды;
- в) проценты;
- г) стоимость на момент погашения.

16. Если акция приобретается у эмитента, то ценой приобретения является:

- а) рыночная цена;
- б) эмиссионная цена;
- в) номинальная цена.

17. Если акция приобретается на вторичном рынке, то ценой приобретения является:

- а) эмиссионная цена;
- б) номинальная цена;
- в) рыночная цена.

18. Какова зависимость между риском вложений в ценные бумаги и ее доходностью (выберите правильное утверждение).

- а) чем выше риск, тем ниже доходность;

- б) чем ниже риск, тем выше доходность;
- в) степень риска не влияет на доходность ценной бумаги;
- г) чем выше доходность, тем выше риск.

19. Полный доход от инвестирования в ценные бумаги складывается из:

- а) текущего дохода;
- б) ожидаемого дохода;
- в) курсового дохода;
- г) реализованного дохода;
- д) начального дохода.

20. «Золотое правило инвестирования» подразумевает, что:

а) доход, получаемый при размещении капитала, прямо пропорционален риску, на который инвестор готов идти ради желаемого дохода;

б) размещение средств осуществляется более чем в один объект инвестирования;

в) расходы при инвестировании прямо пропорциональны риску.

21. Коэффициент « β » измеряет:

- а) диверсифицируемый риск
- б) недиверсифицируемый риск;

22. Инвестиционный портфель фирмы – это:

а) совокупность практических действий по реализации инвестиций;

б) сформированная в соответствии с инвестиционными целями инвестора совокупность объектов инвестирования, рассматриваемая как целостный объект управления;

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

23. По приоритетным целям инвестирования различают следующие виды инвестиционных портфелей:

- а) несбалансированный;
- б) портфель роста;
- в) агрессивный;
- г) сбалансированный;
- д) портфель дохода;
- е) консервативный;

24. Существуют следующие управления портфелем инвестиций:

- а) активная;
- б) оптимальная;

в) сбалансированная;

г) пассивная;

25. Активное управление портфелем инвестиций предполагает:

а) приобретение наиболее эффективных ценных бумаг;

б) сохранение портфеля в неизменном состоянии в течение всего периода его существования;

в) создание хорошо диверсифицированного портфеля на длительный срок;

г) максимально быстрое избавление от низкодоходных активов;

д) низкий уровень специфического риска.

26. Пассивное управление портфелем инвестиций предполагает:

а) сохранение портфеля в неизменном состоянии в течение всего периода его существования;

б) максимально быстрое избавление от низкодоходных активов;

в) приобретение наиболее эффективных ценных бумаг;

г) низкий уровень специфического риска;

д) создание хорошо диверсифицированного портфеля на длительный срок.

27. Инвестиционный портфель, соответствующий стратегии инвестора, считается:

а) сбалансированным портфелем;

б) несбалансированным портфелем.

28. К заемным источникам финансирования инвестиций относятся:

а) банковские кредиты;

б) бюджетные кредиты;

в) ассигнования из государственных и местных бюджетов;

г) средства, получаемые от продажи акций;

д) облигационные займы;

е) паевые взносы.

29. Собственным источникам финансирования инвестиций, являющихся результатами деятельности, относятся:

а) паевые взносы;

б) облигационные займы;

в) прибыль;

г) средства, получаемые от продажи акций;

д) внутрихозяйственные резервы;

е) средства, выплачиваемые органами страхования при наступлении страхового случая;

ж) амортизационные отчисления.

30. Инвестиционные ресурсы – это:

а) все виды средств, получаемых в качестве дохода от инвестирования;

- б) все виды денежных и иных активов, используемых в целях инвестирования;
- в) все виды затрат, возникающих при инвестировании средств;
- г) все виды активов, выбираемых для размещения средств.

31. Критерием оценки оптимальной структуры инвестируемого капитала является:

- а) средневзвешенная цена капитала (WACC);
- б) внутренняя ставка доходности;
- в) норма доходности по портфелю инвестиций;
- г) рентабельность собственного капитала.

32. Величина амортизационных отчислений зависит от:

- а) среднегодовой стоимости основных производственных фондов;
- б) переоценки основных средств;
- в) способа начисления амортизации;
- г) ускорения НТП.

33. Если строительство ведется силами самого заказчика, то такой способ строительства называется:

- а) подрядным;
- б) хозяйственным.

34. Если договор подряда на строительство заключается заказчиком с одним подрядчиком, который координирует строительство, то такой договор называется

- а) государственный контракт;
- б) генеральный договор подряда;
- в) субподрядный договор;
- г) предварительный договор (протокол о намерениях).

35. Отличительными особенностями капитального строительства являются:

- а) большое разнообразие характера выполняемых на объектах работ;
- б) отличается высокой длительностью, но низкой капиталоемкостью;
- в) стоимость продукции строительства определяется специфической ценой;
- г) отличается не высокой мобильностью.

36. Лизинговые платежи включаются в...

- а) стоимость оборудования;
- б) себестоимость продукции лизингодателя;
- в) стоимость выпускаемой на оборудовании продукции;
- г) себестоимость продукции лизингополучателя.

37. По истечению срока аренды лизингополучатель может...

- а) вернуть оборудование;
- б) продлить срок аренды;

- в) сдать оборудование другому пользователю;
- г) выкупить оборудование.

38. Что из перечисленного относится к объектам лизинга в соответствии с законом “О лизинге”

- а) здания;
- б) автомобили;
- в) земельные участки;
- г) оборудование;
- д) речные суда;
- е) товарно-материальные ценности;
- ж) природные ресурсы.

39. Источником погашения кредита/кредитов при проектном финансировании являются

- а) исключительно доходы, генерируемые самим проектом;
- б) доходы от общей деятельности;
- в) новые кредиты;
- г) любые средства.

40. Подлежит ли обязательному выкупу арендуемое имущество по договору о лизинге

- а) да;
- б) нет.

41. Заемщиками при ипотечном кредитовании выступают

- а) физические и юридические лица, имеющие детей;
- б) физические и юридические лица, состоящие на учете в налоговой инспекции;
- в) физические или юридические лица, имеющие в собственности объект недвижимости.

42. Основной документ при оформлении ипотечного кредита

- а) вексель;
- б) закладная;
- в) акция;
- г) складское свидетельство.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Закон ПМР «Об инвестиционной деятельности»
2. Закон «Об иностранных инвестициях на территории Приднестровской Молдавской Республики»
3. Закон ПМР «О налоге на доходы организаций»
4. Гражданский кодекс ПМР
5. Закон ПМР «Об инновационных видах деятельности»
6. Закон ПМР «О таможенном тарифе».
7. *Бочаров В. В.* Инвестиционный менеджмент. – СПб.: Питер, 2005.
8. Богатин Ю.В., Швандар В.А. Оценка эффективности бизнеса и инвестиций- М.: Финансы, ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 254с.
9. Бочаров В. В. Инвестиции: Учебник для вузов. 2-е изд. – СПб.: Питер, 2009. – 384 с.
10. Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы. – СПб.: Питер, 2004.
11. Бочаров В.В. Современный финансовый менеджмент. – СПб.: Питер, 2006.
12. Бочаров В.В. Инвестиции: Инвестиционный портфель. Источники финансирования. Выбор стратегии: Учеб. для вузов. – СПб: Питер, 2005.
13. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. – М.: Изд-во «Омега-Л», 2008. – 560с.
14. Вахрин П.И. Инвестиции. – М.: Дашков и К, 2005. – 380 с.
15. Васина А.А. Финансовая диагностика и оценка проектов. – СПб.: Питер, 2004.
16. *Игошин Н. В.* Инвестиции. Организация управления и финансирование: Учебник для вузов. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 2004.
17. Игонина Л.Л. Инвестиции. Учебное пособие. Под редакцией д.э.н., профессора В.А. Слепова – М.: Экономика, 2005. – 478с.
18. Ковалева В.В. Инвестиции. – М.: Проспект, 2004. – 440 с.
19. *Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов. – СПб: Питер, 2005.
20. Крейнина М.Н., Финансовый менеджмент (учебное пособие). – М.: «Дело и Сервис», 2012.
21. Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности: Учебное пособие. – СПб: Изд. дом «Бизнес-Пресса», 2002.
22. Липсиц М.В., Коссов В.В. Инвестиционный проект. – М.: Бек, 2006.
23. Марголин А.М., Быстряков А.Я. Экономическая оценка инвестиций. – М.: Ассоциация авторов и издателей «ТАНДЕМ». Издательство «ЭКМОС», 2013. – 240с.

24. Михалев О.В. Инвестиционные стратегии предприятий // ЭКО. – 2004. – №2.
25. Маховик Г.А., Кантор В.Е. Инвестиционный процесс на предприятии: Учеб. пособие для вузов. – СПб: Питер, 2001.
26. Мелкумов Я.С. Организация и финансирование инвестиций: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2007.
27. Нешитовой А.С. Инвестиции. – М.: Дашков и К, 2007. – 372 с.
28. Орлова Е.Р. Инвестиции: Курс лекций. 3-е изд. – М.: Омега-Л, 2006.
29. Попков В. П., Семенов В. П. Организация и финансирование инвестиций. – СПб: Питер, 2001.
30. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование: пер. с англ. 4-е изд.. – СПб.: Питер, 2006.
31. Прилуцкий Л., Финансовый лизинг. – М.: Ось-89, 2012.
32. Сергеев И.В., Веретенникова И.И., Яновский В.В. Организация и финансирование инвестиций. – М.: Финансы и статистика, 2012. – 400с.
33. Серов В.М. Инвестиционный менеджмент: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2005.
34. Ткаченко И. Ю. Инвестиции. – М.: ИЦ «Академия», 2009. – 240 с.
35. Фабозци Фрэнк Дж., Управление инвестициями. – М.: ИНФРА-М, 2012.
36. Четыркин Е.М., Финансовый анализ производственных инвестиций. – М.: Дело, 2012.
37. Чиненова М. В. Инвестиции. – М.: КНОРУС, 2007. – 248 с.
38. Шапкин А.С. экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. – М.: ИТК «Дашков и К», 2005.
39. Шарп Уильям Ф., Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бейли, Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 2012.
40. Шеремет В.В., Управление инвестициями (справочное пособие для специалистов и предпринимателей). – М.: «Высшая школа», 2012.
41. Янковский К.П., Мухар И.Ф. Организация инвестиционной и инновационной деятельности: Учеб. пособие для вузов по спец. «Экономика и управление на предприятии». – СПб: Питер, 2002.

Программное обеспечение и Интернет-ресурсы

Официальный сайт Верховного Совета ПМР, www.vspmr.org

Официальный сайт Министерства экономического развития ПМР - <http://mepmr.org/>

Официальный сайт Министерства финансов ПМР - <http://www.minfin-pmr.org/>

Электронно-библиотечная система «Университетская библиотека» - <http://www.biblioclub.ru>

Научная электронная библиотека - <http://www.elibrary.ru>

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
ТЕМА 1. КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ В ЭКОНОМИКЕ	5
1.1. Объекты инвестиций, осуществляемых в форме капитальных вложений	5
1.2. Источники финансирования капитальных вложений	8
1.3. Субъекты инвестиций, осуществляемых в форме капитальных вложений. Формы договорных отношений	11
ТЕМА 2. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ	13
2.1. Экономическая сущность и виды инвестиций	13
2.2. Субъекты и объекты инвестиционной деятельности	20
2.3. Инвестиционная деятельность. Характеристика инвестиционной деятельности банков и организаций	25
2.4. Инвестиционная политика государства и предприятия	31
2.5. Законодательные аспекты инвестиций в ПМР	43
ТЕМА 3. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС И МЕХАНИЗМ ИНВЕ- СТИЦИОННОГО РЫНКА	46
3.1. Характеристика инвестиционного процесса	46
3.2. Инвестиционный рынок и конъюнктура инвестиционного рынка	49
3.3. Структура инвестиционного рынка	53
3.4. Инвестиционный спрос и инвестиционное предложение	57
ТЕМА 4. ИНФРАСТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА	63
4.1. Роль сбережений в инвестиционном процессе	63
4.2. Финансовые и кредитные учреждения в инвестиционном процессе	66
4.3. Инвестиционные посредники и их роль в инвестиционном процессе	73
ТЕМА 5. УПРАВЛЕНИЕ РЕАЛЬНЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ	84
5.1. Особенности и формы реальных инвестиций	84
5.2. Финансовое управление реальными инвестициями	88
5.3. Инвестиционный проект и его основные характеристики	92
5.4. Финансирование инвестиционных проектов	101
ТЕМА 6. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ	111
6.1. Показатели оценки эффективности реальных инвестиционных проектов	111

6.2. Критерии принятия решений реализации инвестиционных проектов	116
6.3. Анализ чувствительности инвестиционного проекта	119
ТЕМА 7. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ КАЧЕСТВ И ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	
7.1. Особенности и виды финансовых инвестиций	122
7.2. Интегральная оценка инвестиционных качеств финансовых инструментов	127
7.3. Рейтинговая оценка акций и облигаций	137
ТЕМА 8. ФОРМИРОВАНИЕ И УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ	
8.1. Цель и формирование инвестиционного портфеля	140
8.2. Классификация инвестиционного портфеля по основным признакам	144
8.3. Риск и доходность инвестиционного портфеля	146
ТЕМА 9. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ	
9.1. Порядок формирования инвестиционных ресурсов	153
9.2. Источники финансирования инвестиционных ресурсов	155
9.3. Оптимизация структуры источников формирования инвестиций	165
ТЕМА 10. СИСТЕМЫ И МЕТОДЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА	
10.1. Основные формы инвестиционного анализа	169
10.2. Методы инвестиционного анализа	172
10.3. Коэффициент рентабельности инвестиций	174
Тесты по проверке качества владения материалом	176
СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ	183

Учебное издание

А.И. ЕСИР, Л.М. САФРОНОВА

ИНВЕСТИЦИИ

Учебное пособие

Компьютерная верстка _____

ИЛ № 06150. Сер. АЮ от 21.02.02.

Подписано в печать 7.02.15. Формат 60 × 90/16.

Усл. печ. л. _____. Тираж ____ экз. Заказ № _____.

Отпечатано в Изд-ве Приднестр. ун-та. 3300, г. Тирасполь, ул. Мира, 18.