

В. В. Бочаров

Инвестиции

Серия: Завтра экзамен

Издательство: Питер, 2008 г.

Мягкая обложка, 176 стр.

ISBN 5-91180-083-7, 978-5-91180-083-3

Оглавление

Глава 1. Предмет и задачи курса	3
1.1. Цель и задачи изучения курса	3
1.2. Практическое применение материалов курса.....	5
Глава 2. Инвестиции и инвестиционная деятельность предприятий	6
2.1. Экономическая сущность и значение инвестиций	6
2.2. Классификация и формы инвестиций.....	12
2.3. Оценка и прогнозирование рынка инвестиционных товаров.....	21
2.4. Инвестиционная политика предприятия	32
2.5. Инвестиции как объект государственного регулирования.....	35
Глава 3. Формирование портфеля реальных инвестиций	54
3.1. Содержание, цель и задачи управления портфелем реальных инвестиций.....	54
3.2. Правила инвестирования.....	58
3.3. Цена и определение средневзвешенной стоимости капитала.....	61
3.4. Бизнес-план инвестиционного проекта	65
3.5. Основные принципы принятия долгосрочных инвестиционных решений.....	70
3.6. Критерии эффективности инвестиционных решений	73
3.7. Денежные потоки инвестиционного проекта.....	78
3.8. Дисконтирование денежных потоков	81
3.9. Показатели оценки эффективности инвестиционных проектов.....	83
3.10. Сравнительный анализ эффективности инвестиционных проектов....	92
3.11. Анализ и оценка проектных рисков.....	106
3.12. Оперативное управление портфелем реальных инвестиций.....	116
Глава 4. Финансирование капитальных вложений в основной	

	2
капитал.....	121
4.1. Источники финансирования капитальных вложений	121
4.2. Организация проектирования и подрядных отношений в строительстве.....	135
4.3. Порядок и методы финансирования капитальных вложений.....	142
4.4. Долгосрочное кредитование капитальных вложений.....	154
4.5. Финансирование ремонта основных средств.....	159
4.6. Финансирование нематериальных активов.....	162
Глава 5. Новые формы инвестирования в основной капитал.....	167
5.1. Лизинг как метод финансирования капитальных вложений.....	167
5.2. Проектное финансирование	185
5.3. Финансирование капитальных вложений на основе соглашений о разделе продукции	196
5.4. Финансирование долгосрочных инвестиций на основе эмиссии облигаций	202
Глава 6. Оценка инвестиционных качеств и эффективности финансовых активов	207
6.1. Общая характеристика финансовых активов предприятий (корпораций).....	207
6.2. Учет операций с ценными бумагами	218
6.3. Налогообложение операций с ценными бумагами	221
6.4. Выпуск и обращение эмиссионных ценных бумаг.....	229
6.5. Информационное обеспечение фондового рынка.....	240
6.6. Дивидендная политика акционерного общества	245
6.7. Оценка инвестиционной привлекательности эмиссионных ценных бумаг на фондовом рынке	249
6.8. Правовое регулирование рынка ценных бумаг	260
Литература.....	265

Глава 1

ПРЕДМЕТ И ЗАДАЧИ КУРСА

1.1. Цель и задачи изучения курса

В современных условиях для российской экономики, которая десять лет находится в состоянии глубокого системного кризиса, важно закрепить начавшуюся в 2000 г. положительную тенденцию макроэкономической стабилизации. Практика подтверждает, что в настоящее время функционирование механизма финансового регулирования инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений не отвечает потребностям экономики: отсутствуют достаточные источники для государственного и частного инвестирования, неэффективно работают институты досудебной санации, налоговые льготы, амортизационная и кредитная политика не в полной мере способствуют реализации воспроизводственного процесса, не созданы условия для трансформации реальных инвестиций в новые производства и технологии. Экономические преобразования в России могут дать весомый эффект только при осуществлении политики интенсивного развития производственного и научного потенциала каждого субъекта Федерации на базе сочетания общегосударственных и региональных интересов, создания действенного механизма финансового регулирования инвестиционной деятельности предприятий различных форм собственности.

Для этого необходимо использовать весь накопленный отечественный и зарубежный опыт в сфере инвестирования и выработать единые принципы, методы и инструменты регулирования инвестиционной деятельности, которые будут регламентировать совокупность правовых норм и правил осуществления данной деятельности на территории РФ.

Нормативно- правовая база должна обеспечивать возможность внедрения новых прогрессивных методов инвестирования: финансового лизинга, долгосрочного кредитования капиталовложений, проектного финансирования и др. Эффективная система инвестирования предполагает одновременную максимизацию доходов государства и инвесторов, обеспечение правовых гарантий частным и институциональным вкладчикам.

Цель курса — изучение действующей в России системы финансирования, кредитования и финансового регулирования инвестиционной деятельности, выявление ее негативных моментов и возможных путей их устранения.

Предмет курса — экономические отношения, возникающие в процессе инвестиционной деятельности между его участниками, позволяющие усилить воздействие финансовых и кредитных методов на темпы роста и

пропорции инвестиций с целью активизации инвестиционного процесса в РФ.

Объектом изучения выступает макроэкономическая политика государства в сфере инвестирования и накопленный опыт финансового и денежно-кредитного регулирования инвестиционной деятельности в России в условиях перехода к рыночным (товарным) отношениям.

Задачи курса:

- раскрыть экономическое содержание инвестиций и инвестиционной деятельности в современной России;
- рассмотреть основные понятия, характеризующие инвестиционный процесс; роль и место инвестиций в обеспечении экономического роста страны;
- определить степень влияния финансово-кредитной политики государства на инвестиционную активность хозяйствующих субъектов и пути ее активизации;
- дать критическую оценку применяемым методам измерения эффективности инвестиционных проектов в российской практике;
- осуществить анализ существующих источников и методов финансирования инвестиций в реальный сектор экономики и определить пути их оптимизации;
- провести анализ и оценку базовых концепций лизингового и проектного финансирования производственных инвестиций;
- определить место и роль российских банков в инвестиционном процессе и сформулировать отдельные рекомендации по усилению их инвестиционной активности в современных условиях;
- изучить сегодняшнее состояние отечественного фондового рынка и определить его реальные возможности для финансового обеспечения инвестиций в реальный сектор экономики.

Методологической базой изучения данного курса являются теоретические и практические разработки российских и зарубежных ученых и экономистов, законодательные и нормативные акты органов государственного управления по регулированию инвестиционной деятельности в Российской Федерации.

Учебное пособие составлено в соответствии с государственным образовательным стандартом курса «Инвестиции».

Вопросы для самоконтроля

- Какова цель изучения данного курса?
- Сформулируйте предмет и объект курса.
- Назовите основные задачи, решаемые в процессе изучения курса.

1.2. Практическое применение материалов курса

В результате углубленного изучения курса студенты должны знать:

- теоретические основы современного реального и портфельного инвестирования в России и за рубежом;
- базовые понятия и принципы, используемые при управлении реальными и портфельными инвестициями;
- методы принятия обоснованных инвестиционных решений в условиях коммерческого риска;
- способы анализа и оценки инвестиционных проектов, а также финансирования капитальных вложений за счет различных источников;
- новые методы финансового обеспечения капитальных вложений (финансовый лизинг, проектное финансирование, эмиссия корпоративных облигаций и др.);
- методический подход к управлению инвестиционным портфелем, который включает как реальные инвестиционные проекты, так и финансовые инструменты фондового рынка (акции, облигации, векселя, депозитные сертификаты и т. д.).

После усвоения курса «Инвестиции» специалисты должны уметь:

- анализировать статистические данные, характеризующие объем, состав и структуру инвестиций (соотношение между реальными и финансовыми активами);
- анализировать и систематизировать материалы из специальной литературы по вопросам состояния и перспективам развития рынка инвестиционных товаров в России и за рубежом;
- владеть методикой анализа экономической эффективности инвестирования в реальные и финансовые активы;
- владеть методикой и инструментарием анализа и оценки инвестиционных рисков;
- оценивать и выбирать оптимальные способы финансирования капитальных вложений;
- использовать ЭВМ и программные продукты по оценке эффективности инвестиций в практической работе.

Знания, приобретенные студентами в результате изучения курса, необходимы им для самостоятельной работы в органах государственного управления, на предприятиях и в коммерческих организациях, для принятия управленческих решений и оценки инвестиционных проектов, а также финансовых активов с учетом уровня их доходности, безопасности и ликвидности.

Глава 2

ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЙ

2.1. Экономическая сущность и значение инвестиций

Дальнейшее развитие народного хозяйства России невозможно без активизации инвестиционной деятельности, и прежде всего в промышленности. Определяющая роль в этом процессе в условиях переходной экономики принадлежит государственному регулированию инвестиционной сферы.

Анализ важнейших проблем, возникающих в экономике страны, позволяет сделать вывод о том, что все они концентрируются в инвестиционной сфере, а продолжение спада деловой активности в этой сфере только усугубляет негативные тенденции. Поэтому усиление инвестиционной активности в реальном секторе экономики имеет принципиальное значение для обновления производственного потенциала промышленности, строительства, транспорта, сельского хозяйства и других базовых отраслей национальной экономики.

Определим ключевые понятия, характеризующие инвестиционную деятельность предприятий.

Термин «инвестиции» происходит от латинского слова «invest», что означает вкладывать. В более широкой трактовке он выражает вложения капитала с целью его дальнейшего возрастания. Прирост капитала, полученный в результате инвестирования, должен быть достаточным, чтобы возместить инвестору отказ от потребления имеющихся средств в текущем периоде, вознаградить его за риск и компенсировать потери от инфляции в будущем периоде.

Инвестиции выражают все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, которые направляют в объекты предпринимательской деятельности, в результате которой формируется прибыль (доход) или достигается иной полезный эффект.

Как экономическая категория инвестиции характеризуют:

- вложение капитала в объекты предпринимательской деятельности с целью прироста первоначально авансированной стоимости;
- денежные отношения, возникающие между участниками инвестиционной деятельности в процессе реализации инвестиционных проектов (застройщиками, подрядчиками, банками, государством и т. п.).

Инвестиции в активы предприятия отражают на левой стороне бухгалтерского баланса, а источники их финансирования — на правой (в пассиве баланса). Они направляются в капитальные, нематериальные, оборотные и финансовые активы. Последние выступают в форме долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений.

Инвестиции в основной капитал (основные средства) осуществляют в форме капитальных вложений; они включают в себя затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение оборудования, инструмента и инвентаря, проектной продукции и другие расходы капитального характера. Экономическая наука и практика подтверждают, что капитальные вложения не являются синонимом инвестиций и данные термины не тождественны. Инвестиции являются более широким понятием, чем капитальные вложения. В западной литературе главное внимание уделяют рассмотрению фондового рынка, так как в странах с развитой рыночной экономикой (США, Канада, Великобритания, Япония) инвестирование осуществляют с помощью ценных бумаг.

Так, У. Шарп определяет инвестиции следующим образом: «Реальные инвестиции обычно включают инвестиции в какой-либо тип материально осязаемых активов, таких как земля, оборудование, заводы. Финансовые инвестиции представляют собой контракты, записанные на бумаге, такие как обыкновенные акции и облигации. В примитивных экономиках основная часть инвестиций относится к реальным, в то время как в современной экономике большая часть инвестиций представлена финансовыми инвестициями. Высокое развитие институтов финансового инвестирования в значительной степени способствует росту реальных инвестиций. Как правило, эти две формы являются взаимодополняющими, а не конкурирующими»¹.

Капитальные вложения неразрывно связаны с реализацией реальных инвестиционных проектов.

Инвестиционный проект — обоснование экономической целесообразности, объемов и сроков проведения капитальных вложений, включая необходимую документацию, разрабатываемую в соответствии с принятыми в России стандартами (нормами и правилами), а также описание практических

¹ Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бейли Д. В. Инвестиции / Пер. с англ М.: Инфра-М, 1997. С. 1.

действий по реализации инвестиций (бизнес-план). *Приоритетный инвестиционный проект* — проект, общий объем капитальных вложений в который соответствует требованиям законодательства России, включенный в перечень, утвержденный Правительством РФ.

Срок окупаемости инвестиционного проекта — временной лаг со дня начала финансирования реального проекта до дня, когда разность между полученной суммой чистой прибыли вместе с амортизационными отчислениями и объемом капитальных вложений приобретает положительное значение.

Совокупная налоговая нагрузка — расчетный общий объем денежных средств, подлежащих уплате инвестором в бюджетную систему на день начала финансирования проекта в форме ввозных таможенных пошлин, федеральных налогов (за исключением акцизов и НДС на товары, произведенные на территории РФ) и взносов в государственные внебюджетные фонды (за исключением взносов в Пенсионный фонд РФ). Основу инвестирования составляют вложения средств в реальный сектор экономики, т. е. в основной и оборотный капитал предприятий различных форм собственности. Рынок инвестиций представляет собой сферу, где происходит купля-продажа инвестиционных товаров по равновесным ценам. Инвестициями, выступающими в форме инвестиционных товаров, являются:

1. Движимое и недвижимое имущество.
2. Денежные средства, целевые банковские вклады, ценные бумаги и другие финансовые активы.
3. Имущественные права, вытекающие из авторского права, лицензии, патенты, ноу-хау, программные продукты для ЭВМ и др.
4. Права пользования землей и другими природными ресурсами.

Субъектами инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капитальных вложений и иные лица.

Инвесторы осуществляют капитальные вложения на территории России с использованием собственных и привлеченных средств. Инвесторами могут быть юридические и физические лица, образуемые на основе договора о совместной деятельности и не имеющие статуса юридического лица, объединения юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, а также иностранные юридические лица и граждане.

Инвесторы обладают равными правами на:

- осуществление инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений;

- самостоятельное определение объемов и направлений капиталовложений, а также заключение договоров с другими субъектами инвестиционной деятельности;
- владение, пользование и распоряжение объектами, возведенными или приобретенными за счет капиталовложений;
- передачу по договору или государственному контракту своих прав на проведение капитальных вложений и на их результаты юридическим и физическим лицам, государственным органам и органам местного самоуправления;
- объединение собственных и привлеченных средств со средствами других инвесторов для совместного осуществления капитальных вложений на основе заключенных между ними договоров;
- проведение контроля за целевым использованием средств, направляемых на капитальные вложения;
- осуществление иных прав, предусмотренных договором или государственным контрактом в соответствии с Гражданским кодексом РФ.

Заказчики — уполномоченные на то инвесторами юридические и физические лица, которые реализуют инвестиционные проекты. При этом они не вмешиваются в предпринимательскую деятельность субъектов инвестиционной сферы, если иное не предусмотрено договором между ними. В роли заказчиков могут выступать и сами инвесторы. Заказчиков, не являющихся инвесторами, наделяют правами владения, пользования и распоряжения капитальными вложениями на период и в пределах полномочий, установленных договорами или государственными контрактами.

Подрядчики — юридические и физические лица, выполняющие работы по договору подряда или государственному контракту, заключаемому с заказчиком. Подрядчики обязаны иметь лицензию на проведение соответствующих видов строительно-монтажных работ. Лицензирование строительной деятельности осуществляют с целью защиты прав и интересов потребителей строительной продукции.

Пользователи объектов капитальных вложений — юридические и физические лица (включая иностранные), а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные организации, для которых создаются указанные объекты.

Инвесторы могут выступать в роли пользователей объектов капитальных вложений. Субъект инвестиционной деятельности вправе совмещать функции двух и более субъектов, если иное не установлено договором или государственным контрактом, заключаемым между ними. Субъекты инвестиционной деятельности обязаны соблюдать требования,

предъявляемые государственными органами и их должностными лицами, а также использовать средства на капитальные вложения по целевому назначению.

Основными этапами инвестирования являются:

- 1) преобразование ресурсов в капитальные затраты, т. е. процесс трансформации инвестиций в конкретные объекты инвестиционной деятельности (собственно инвестирование);
- 2) превращение вложенных средств в прирост капитальной стоимости, что характеризует конечное потребление инвестиций и получение новой потребительной стоимости (зданий, сооружений и т. д.);
- 3) прирост капитальной стоимости в форме прибыли, т. е. реализуется конечная цель инвестирования.

Таким образом, начальная и конечная цепочки замыкаются, образуя новую взаимосвязь: доход—ресурсы—конечный результат (эффект), т. е. процесс накопления повторяется.

Источником прироста капитала и целью инвестирования является получаемая от реализации проектов прибыль (доход). На практике массу прибыли (Π) сопоставляют с инвестиционными затратами ($ИЗ$) и определяют их эффективность:

$$ЭИ = \Pi / ИЗ \times 100 \quad (2.1)$$

где $ЭИ$ —эффективность инвестиций, %.

Процесс сравнения инвестиционных затрат и финансового результата (прибыли) происходит непрерывно: до инвестирования (при разработке бизнес-плана инвестиционного проекта), в течение его (в процессе строительства объекта) и после инвестирования (при эксплуатации нового объекта).

Процессы вложения капитала и получения прибыли могут происходить в различной временной последовательности. При последовательном протекании этих процессов прибыль реализуется сразу после сдачи готового объекта в эксплуатацию и выхода его на проектную мощность, как правило, в пределах до одного года (например, установка новой технологической линии на действующем предприятии).

При параллельном их протекании получение прибыли возможно и до полного завершения строительства нового предприятия (например, при вводе в действие первой очереди (цеха или пускового комплекса)).

При интервальном протекании процессов вложения капитала и получения прибыли между периодами завершения строительства предприятия и реализации прибыли проходит длительное время (несколько лет). Продолжительность временного лага зависит от форм инвестирования и

особенностей конкретных объектов, а также от финансовых возможностей застройщиков (соотношения между собственными и заемными источниками).

Следует отметить характерные неточности, допускаемые отдельными авторами при определении термина «инвестиции». Во-первых, к ним часто относят «потребительские инвестиции» граждан (покупка бытовой техники, автомобилей, недвижимости и т. п.). Такие инвестиции не приводят к росту капитала и получению прибыли. Во-вторых, встречается отождествление терминов «инвестиции» и «капитальные вложения». Капитальные вложения — форма инвестиционной деятельности предприятий, связанная с авансированием денежных средств в основной капитал. Инвестиции могут осуществляться также в нематериальные и финансовые активы. В-третьих, во многих определениях отмечают, что инвестиции являются вложением денежных средств. На практике так бывает не во всех случаях. Инвестирование можно осуществлять и в других формах. Например, в форме взносов в уставный капитал предприятий движимого и недвижимого имущества, ценных бумаг, нематериальных активов и т. д. В-четвертых, во многих определениях подчеркивают, что инвестиции — это долгосрочное вложение средств. Безусловно, капитальные вложения, связанные с новым строительством, расширением реконструкцией производственных объектов, как правило, носят долгосрочный характер. Однако часто они бывают и краткосрочными (например, приобретение машин и оборудования, не требующего монтажа и не входящего в сметы строек).

Темпы роста инвестиций зависят от ряда факторов. Прежде всего объем инвестиций зависит от распределения получаемого дохода на потребление и накопление (сбережение). В условиях низких среднедушевых доходов населения основная их доля (70-80%) расходуется на потребление. Рост доходов граждан вызывает повышение доли, направляемой на сбережения, которые являются источником инвестиционных ресурсов. Следовательно, рост доли сбережений в общем доходе вызывает увеличение объема инвестиций, и наоборот. Однако это условие соблюдается при обеспечении доверия граждан к государству, которое должно гарантировать их инвестиционную активность. На объем инвестиций оказывает влияние ожидаемая норма доходности, так как прибыль является основным побудительным мотивом для них. Чем выше ожидаемая норма прибыли, тем больше объем инвестиций, и наоборот.

Существенное влияние на объем инвестиций оказывает ставка ссудного процента, так как в процессе инвестирования можно использовать не только

собственные, но и заемные средства. Если норма ожидаемой чистой прибыли оказывается выше средней ставки ссудного процента, то такие вложения выгодны для инвестора. Поэтому рост средней процентной ставки вызывает снижение объема инвестиций в экономику страны. В данном случае государство проводит рестрикционную политику с целью снижения денежной массы, находящейся в обращении за счет ограничения кредитной эмиссии денег. При понижении средней процентной ставки за кредит государство стимулирует инвестиционную активность посредством роста предложения инвестиционных товаров и увеличения спроса на них.

На объем инвестиций также влияет предполагаемый темп инфляции. Чем выше этот показатель, тем в большей степени будет обесцениваться будущая прибыль инвестора и меньше стимулов к увеличению объема инвестиций (особенно в процессе долгосрочного инвестирования).

Поэтому при разработке бизнес-планов инвестиционных проектов указанные факторы должны учитываться для оценки их привлекательности с целью включения в инвестиционный портфель предприятия.

Вопросы для самоконтроля

1. Приведите определение термина «инвестиции».
2. Сформулируйте понятие «капитальные вложения».
3. Что вы понимаете под инвестиционным проектом?
4. Какие элементы включают в состав инвестиционных товаров?
5. Назовите субъектов инвестиционной деятельности.
6. Какими правами обладают инвесторы?
7. Приведите основные этапы инвестирования.
8. В каком порядке определяют эффективность инвестиций?
9. Охарактеризуйте важнейшие факторы, влияющие на объем инвестиций.

2.2. Классификация и формы инвестиций

Инвестиции в объекты предпринимательской деятельности осуществляют в различных формах. Для учета, анализа и планирования их классифицируют по отдельным признакам.

Во-первых, по объектам вложения денежных средств выделяют реальные и финансовые инвестиции.

Реальные инвестиции (капитальные вложения) — авансирование денежных средств в материальные и нематериальные активы (инновации) предприятий.

Материальные инвестиции связаны с приобретением или созданием элементов основного капитала и осуществляются, как правило, в рамках инвестиционного проекта. Для этих целей могут быть использованы как собственные, так и заемные средства. В последнем случае инвестором становится банк, осуществляющий кредитные вложения в конкретный

проект. Нематериальные (потенциальные) инвестиции осуществляют при создании нематериальных благ и выражают вложения средств в подготовку и переподготовку кадров, проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (НИОКР), создание промышленных образцов новой продукции и др. При этом речь может идти только о повышении уровня знаний специалистов предприятия или его научно-технического потенциала по сравнению с другими организациями. Часто вложения в нематериальные (неосязаемые) активы, связанные с проведением НИОКР, выделяют в самостоятельную группу инновационных инвестиций, а все вложения, осуществляемые для повышения уровня знаний, включают в подгруппу интеллектуальных инвестиций.

Финансовые инвестиции выражают вложение капитала в финансовые активы, включающие все виды платежных и финансовых обязательств. Они представляют собой вложение средств в различные финансовые инструменты, среди которых наибольшее значение имеют ценные бумаги: долевые (акции) и долговые (облигации). В отличие от реальных инвестиций (в материальные активы) финансовые инвестиции часто называют портфельными, так как в данном случае приоритетной целью инвестора является формирование оптимального набора финансовых активов (портфеля инвестиций) и управление им в процессе проведения операций с ценными бумагами. Различают финансовые инвестиции в государственные ценные бумаги, денежные средства от реализации которых поступают на покрытие бюджетного дефицита, и портфельные инвестиции в эмиссионные ценные бумаги (акции и облигации акционерных обществ). В последнем случае денежные средства при сделках купли-продажи уже обращающихся на фондовом рынке акций поступают их прежнему владельцу, а при покупке акций новой эмиссии — непосредственно предприятию-эмитенту, которое может направить их на развитие производства. Финансовый капитал очень мобилен. Он может быстро переместиться на фондовый рынок страны, где можно приобрести акции перспективных компаний или выгодных облигаций, а при ухудшении ситуации столь же оперативно покинуть его. Так случилось в России после финансового кризиса в августе 1998 г., когда иностранные инвесторы стали быстро выводить свой капитал, вложенный в государственные долговые обязательства. Приток иностранных портфельных инвестиций необходим, так как увеличивает ликвидность вложений. Более того, большинство западных инвесторов выбирают портфельные инвестиции как ориентир для реальных капитальных вложений, проверяя их доходность и надежность для широкомасштабных вложений капитала в экономику страны.

В России инвестиции осуществляют главным образом в форме капитальных вложений. Их классифицируют по следующим признакам.

1. Отраслевой структуре (промышленность, сельское хозяйство, транспорт, связь, торговля и т. д.).

2. Воспроизводственной структуре.
3. Технологической структуре.
4. Назначению — по объектам производственного и социально-культурного назначения.

Капитальные вложения в нефинансовые активы характеризуют данные, приведенные в табл. 2.1.

Как следует из ее данных, свыше 70% всех инвестиций в нефинансовые активы составляют капиталовложения в основной капитал предприятия. Они представляют собой совокупность затрат на приобретение и создание основных средств с целью обновления и расширения производственного потенциала предприятий.

Капитальный ремонт основных средств классифицируют на ремонт их активной части (машин, оборудования и транспортных средств) и пассивной части (зданий и сооружений). Капитальным ремонтом активной части основных средств считают такой вид ремонта, при котором производят, как правило, полную разборку агрегата, замену и восстановление изношенных деталей и узлов, ремонт базовых и других деталей и узлов, сборку, регулирование и испытание агрегата.

Таблица 2.1. Инвестиции в нефинансовые активы по предприятиям России, % ²

Показатели	Годы					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Инвестиции в нефинансовые активы, всего	100	100	100	100	100	100
В том числе:						
Инвестиции в основной капитал	75,1	74,9	75,5	73,7	72,2	73,2
Затраты на капитальные ремонт	13,8	14,4	11,0	12,2	15,1	14,1
Инвестиции в нематериальные активы	1,1	1,3	1,4	1,8	1,0	1,2
Инвестиции в другие нефинансовые активы	0,1	0,1	0,1	0,4	0,2	0,3
Инвестиции в прирост материально-производственных запасов	9,9	9,3	12,0	11,9	11,5	11,2

При капитальном ремонте зданий и сооружений осуществляют замену изношенных конструкций и деталей на более прочные и экономичные, повышающие эксплуатационные возможности ремонтируемого объекта,

² Источник данных: по наблюдениям Госкомстата России за соответствующие годы.

кроме полной замены стен, фундаментов, междуэтажных перекрытий и др. Инвестиции в нематериальные активы включают приобретение патентов, торговых марок, товарных знаков, программных продуктов, ноу-хау, прав пользования земельными участками, объектами природопользования и т. д. Порядок отнесения объектов к нематериальным активам и их состав регулируют Положением по бухгалтерскому учету нематериальных активов от 16.10.2000 г. В составе инвестиций в прочие нефинансовые активы отражают затраты на приобретение земельных участков и объектов природопользования.

Инвестиции в прирост материально-производственных запасов (МПЗ) — это затраты, состоящие из поступлений оборотных средств в запасы и их выбытия. Они устанавливаются как разница между поступлениями оборотных средств в запасы и изъятиями из них. Изменение запасов определяют по следующим элементам: сырье и материалы; затраты в незавершенном производстве; животные на выращивании и откорме; готовая продукция и товары для перепродажи и др.

Воспроизводственную структуру инвестиций в основной капитал характеризуют капиталовложения, направляемые на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий. Отнесение инвестиций в основной капитал к соответствующим направлениям воспроизводственной структуры производят по характеру строительства, который определен проектно-сметной документацией. Воспроизводственная структура капитальных вложений представлена в табл. 2.2.

К новому строительству относят сооружение комплекса объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения вновь создаваемых предприятий, зданий, а также филиалов и отдельных производств, которые после ввода в эксплуатацию будут находиться на самостоятельном балансе, осуществляемое на новых площадках для создания новой производственной мощности. Если строительство предприятия или сооружения предполагают осуществлять очередями, то к новому строительству относят первую и последующие очереди до сдачи в эксплуатацию всех проектных мощностей на полное развитие предприятия (сооружения). К новому строительству относят также строительство на новой площадке предприятия аналогичной или большей мощности взамен ликвидируемого предприятия, дальнейшая эксплуатация которого по техническим, экономическим и экологическим условиям признана нецелесообразной. К расширению действующих предприятий относят строительство новых производств на существующем предприятии (сооружении), а также строительство новых и расширение функционирующих отдельных цехов и объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения на территории действующих предприятий или

примыкающих к ним площадках для создания дополнительных или новых производственных мощностей.

Таблица 2.2. Воспроизводственная структура капитальных вложений в России, %³

Показатели	Годы				
	1990	1995	1996	1997	1998
Инвестиции в основной капитал, всего	100	100	100	100	100
В том числе: новое строительство	28	36	37	37	37
Расширение действующих предприятия	15	12	10	10	9
Реконструкция и техническое перевооружение действующих предприятий	53	47	48	48	49
Поддержание мощностей действующих предприятий	4	5	5	5	5

К расширению действующих предприятий относят также создание филиалов и производств, входящих в их состав, которые после ввода их в действие не будут находиться на самостоятельном балансе. При расширении действующего предприятия увеличение его производственной мощности должно осуществляться в более сжатые сроки и при меньших удельных капитальных затратах по сравнению с созданием аналогичных мощностей путем нового строительства с одновременным увеличением технического уровня продукции и улучшением технико-экономических показателей предприятия в целом.

К реконструкции действующих предприятий относят переустройство существующих цехов и объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения, как правило, без расширения существующих зданий и сооружений основного назначения. Реконструкция связана с совершенствованием производства и повышением его технико-экономического уровня.

При реконструкции действующих предприятий могут осуществляться:

- расширение отдельных зданий и сооружений основного, подсобного и обслуживающего назначения в случаях, когда новое высо-

³ Источник данных: «Российский статистический ежегодник» за соответствующие годы.

копроизводительное оборудование не может быть размещено в существующих зданиях;

- строительство новых и расширение существующих цехов и объектов подсобного и обслуживающего назначения для ликвидации возникающих диспропорций;
- строительство зданий и сооружений аналогичного назначения взамен ликвидируемых на территории действующего предприятия, дальнейшая эксплуатация которых по техническим и экономическим условиям признана нецелесообразной.

При реконструкции следует обеспечивать:

- увеличение производственной мощности предприятия;
- внедрение малоотходной и безотходной технологий и гибких производств;
- повышение производительности труда;
- снижение материалоемкости и энергоемкости производства и себестоимости продукции;
- повышение фондоотдачи и других технико-экономических показателей действующего предприятия.

К техническому перевооружению действующих предприятий относят комплекс мероприятий по повышению технико-экономического уровня отдельных производств, цехов и участков на базе внедрения новой техники и технологии, модернизации и замены устаревшего и физически изношенного оборудования новым, более производительным, а также по совершенствованию подсобного и вспомогательного хозяйства. Техническое перевооружение действующих предприятий осуществляют по проектам и сметам на отдельные объекты или виды работ, как правило, без расширения существующих производственных мощностей. При техническом перевооружении действующих предприятий можно осуществлять дополнительную установку на существующих производственных площадях машин и оборудования, внедрение автоматизированных систем управления и контроля и проводить другие высокоэффективные мероприятия. В случае когда в установленном порядке в период нового строительства или расширения действующего предприятия осуществляют пересмотр проекта до ввода в действие мощностей, обеспечивающих выпуск основной конечной продукции, продолжение строительства по измененному проекту относят к соответствующему понятию согласно первоначально утвержденному проекту. При пересмотре проекта реконструкции действующего предприятия продолжение строительства по измененному проекту относят к реконструкции или к расширению в случаях, когда содержание и характер пересмотренного состава работ соответствуют данному понятию.

Строительство на действующих предприятиях отдельных объектов, не предусмотренных проектно-сметной документацией на расширение, реконструкцию или техническое перевооружение или поддержание действующих мощностей добывающих отраслей промышленности, осуществляют как строительство отдельных объектов на действующих предприятиях, не входящих в состав стройки. К таким объектам относят отдельные объекты производственного назначения, инженерные сети, складские, конторские и бытовые помещения и др.

Технологическая структура капитальных вложений характеризует соотношение между строительно-монтажными работами, приобретением оборудования и прочими капитальными затратами. Она представлена в табл. 2.3.

Из ее данных следует, что за последние десять лет технологическая структура инвестиций в основной капитал заметно ухудшилась за счет

Таблица 2.3. Технологическая структура капитальных вложений в России, % ⁴

Показатели	Годы						
	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Инвестиции в основной капитал, всего	100	100	100	100	100	100	100
В том числе: строительно-монтажные работы	44	64	63	55	55	47	47
Оборудование, инструмент, инвентарь	38	22	24	29	28	35	35
Прочие капитальные работы и затраты	18	14	13	16	17	18	18

понижения доли затрат на приобретение машин и оборудования в общем объеме капитальных вложений.

Во-вторых, по характеру участия в инвестировании выделяют прямые и косвенные инвестиции. Прямые инвестиции предполагают непосредственное участие инвестора в выборе объекта для вложения денежных средств.

Косвенные инвестиции осуществляют через финансовых посредников — коммерческие банки, инвестиционные компании и фонды и др. Последние

⁴ Источник данных: «Российский статистический ежегодник» за соответствующие годы.

аккумулируют и размещают собранные средства по своему усмотрению, обеспечивая их эффективное использование. Косвенные инвестиции выступают в форме вложений в ценные бумаги других эмитентов посредством андеррайтинга.

В-третьих, по периоду инвестирования вложения делят на краткосрочные (на срок до одного года) и долгосрочные (на срок свыше одного года). Последние из них выступают в форме капитальных вложений.

В-четвертых, по формам собственности инвестиции подразделяют на частные, государственные, совместные и иностранные. Частные инвестиции выражают вложение средств в объекты предпринимательской деятельности юридических лиц негосударственной формы собственности, а также граждан. Государственные инвестиции характеризуют вложение капитала государственных унитарных предприятий, а также средств федерального и региональных бюджетов. Структура инвестиций в экономику России по формам собственности представлена в табл. 2.4.

Таблица 2.4. Структура инвестиций в основной капитал по формам собственности, %⁵

Показатели	Годы					
	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Инвестиции в основной капитал, всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
В том числе по формам собственности:	32,4	31,3	227,1	24,5	22,3	21,3
государственная						
муниципальная	8,1	6,3	5,3	5,4	5,1	4,7
общественных объединений (организаций)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
частная	18,3	13,4	16,0	22,7	26,7	25,9
смешанная (российская без иностранного участия)	39,4	46,2	48,5	43,0	40,6	37,3
иностранная	-	-	-	1,2	2,2	3,2
Смешанная с совместным российским и иностранным участием	1,7	2,7	3,0	3,1	4,0	7,5

В-пятых, по региональному признаку инвестиции подразделяют на вложения внутри страны и вложения за рубежом.

В-шестых, по уровню инвестиционного риска выделяют следующие виды инвестиций.

⁵ Источник данных: Экономика и жизнь. 2001. № 11. С. 1.

- Безрисковые инвестиции — характеризуют вложение средств в такие объекты инвестирования, по которым отсутствует реальный риск потери ожидаемого дохода или капитала и практически гарантируется получение прибыли.
- Низкорисковые инвестиции выражают вложения капитала в объекты, риск по которым ниже среднерыночного уровня.
- Среднерисковые инвестиции характеризуют вложения капитала в объекты, риск по которым соответствует среднерыночному уровню.
- Высокорисковые инвестиции определяются тем, что уровень риска по объектам данной группы обычно выше среднерыночного.
- Наконец, спекулятивные инвестиции выражают вложения капитала в наиболее рискованные активы (например, в акции молодых компаний), где ожидают получения максимального дохода (например, в акции компаний, внедряющих высокие технологии).

Субъектами инвестиционной деятельности в России являются инвесторы, заказчики проектов, подрядчики, пользователи объектов, граждане, негосударственные финансовые посредники. Их классифицируют по следующим признакам.

1. По направлениям текущей (эксплуатационной) деятельности — институциональные и индивидуальные инвесторы. В роли институциональных инвесторов выступают акционерные общества в сфере промышленности, торговли, транспорта, связи и т. д., а индивидуальных инвесторов — граждане.
2. По целям инвестирования выделяют стратегических и портфельных инвесторов. Первые из них ставят целью приобрести контрольные пакеты акций других компаний или большую долю в их уставном капитале для осуществления реального управления их делами. Они осуществляют также стратегию слияния и поглощения других компаний. Портфельный инвестор вкладывает свой капитал в разнообразные финансовые инструменты с целью получения приемлемого текущего дохода (в форме дивидендов и процентов) или прироста капитала в будущем.
3. По принадлежности к резидентам выделяют отечественных и иностранных инвесторов.

Классификация форм инвестиций и видов инвесторов позволяет предпочтительно более эффективно управлять инвестиционным портфелем.

Вопросы для самоконтроля

1. Что вы понимаете под реальными и финансовыми инвестициями?
2. Приведите классификацию капитальных вложений
3. Назовите элементы воспроизводственной структуры капиталовложений.
4. Дайте определение новому строительству и расширению действующих предприятий.
5. В чем различие между техническим перевооружением и реконструкцией действующих предприятий?
6. Назовите элементы технологической структуры капиталовложений.
7. По каким признакам классифицируют инвесторов?

2.3. Оценка и прогнозирование рынка инвестиционных товаров

Инвестиционная деятельность хозяйствующих субъектов как объективное единство процессов движения ресурсов и получения дохода или иного полезного эффекта на перспективу может осуществляться на основе совпадения инвестиционного спроса и предложения. На практике различают два вида инвестиционного спроса:

- потенциальный спрос;
- конкретный спрос (предложение товара).

Первый из них выступает при отсутствии намерения юридического или физического лица при имеющемся доходе (прибыли) направить его на цели накопления. Данный спрос, называемый иногда формальным, выступает как инвестиционный потенциал-источник для будущего инвестирования. Второй вид инвестиционного спроса характеризуется конкретной реализацией намерений субъектов инвестиционной деятельности. Он выступает на рынке инвестиционных товаров в форме предложения капитала. Инвестиционное предложение включает новые и реконструируемые объекты инвестирования (основные средства), оборотные активы в материальной форме, ценные бумаги и другое имущество. Объекты инвестиционной деятельности выступают на рынке в виде спроса на капитал. Субъекты инвестиционной деятельности (инвесторы, застройщики, подрядчики и др.) реализуют инвестиционный спрос и предложение, вступая в определенные экономические взаимоотношения посредством инвестиционного рынка.

На практике функционируют рынки инвестиций (капитала) и рынок инвестиционных товаров (РИТ). Рынок инвестиций (обмен инвестициями) характеризуют их предложением со стороны инвесторов (продавцов) и спросом на инвестиции (потенциальных покупателей). Купля-продажа инвестиций на рынке осуществляется исходя из расчета получения дохода (прибыли) в перспективе, что превышает уровень дохода в данный момент. Отношения, которые возникают по поводу движения инвестируемого капитала, можно выразить формулой

$$I (D_1 T_1 P_u \dots D^1) \quad (2.2)$$

где I — инвестиции в форме денег, товаров и имущественных прав;
 D^1 — доход от вложения инвестиций.

В момент реализации инвестиций (продажи инвестиционного капитала) на рынке им противостоит совокупность инвестиционных товаров (объектов вложения). Поскольку эти товары структурно неоднородны, то их объединяет способность приносить в будущем доход (прибыль).

В странах с развитой рыночной экономикой инвестиционному капиталу на рынке инвестиций противостоят долговые обязательства (свидетельства) о вложении капитала, дающие право на получение дохода (прибыли) в перспективе. Эти свидетельства (ценные бумаги) являются представителями капитала в материально-вещественной форме — физического капитала (зданий, сооружений, оборудования и т. д.). В процессе обращения на инвестиционном рынке эти долговые обязательства принимают собственные формы существования и движения. Следовательно, рынок инвестиций действует в двух формах. В первой форме он функционирует в процессе воспроизводства основного и оборотного капитала и обеспечивает прирост капитального имущества (прямые инвестиции). Во второй форме оборот инвестиций обеспечивает перелив капитала посредством купли-продажи долговых обязательств (портфельные инвестиции). Под влиянием научно-технического прогресса происходит также вложение инвестиций в интеллектуальные ценности (патенты, ноу-хау, программные продукты, авторские права и др.). В результате образуется рынок инновационных товаров (инноваций).

Таким образом, обобщающим признаком деления всех форм инвестиций по направлению вложения капитала является их классификация на три относительно самостоятельные группы.

1. Материальные инвестиции.

2. Финансовые (портфельные) инвестиции.

3. Нематериальные (неосязаемые) инвестиции (инновации). Рынок инвестиционных товаров (РИТ) представляет собой процесс обмена объектов инвестиционных вложений с целью получения дохода (благ) в будущем. Объекты инвестиционных вложений в материально-вещественной форме составляют элементы капитального имущества (основных средств).

Инвестиционные товары могут существовать в различных формах:

- в материально-вещественной форме (физический капитал);
- в денежной и натуральной формах (основной и оборотный капитал — капитальные и оборотные активы);
- в неосязаемой форме, получающей условную денежную оценку (нематериальные активы);
- только в денежной форме (деньги, вклады, паи, ценные бумаги). На РИТ инвесторы выступают в роли покупателей, т. е. носителей инвестиционного спроса. Общий объем этого спроса определяют совокупной величиной накапливаемой части валового общественного продукта (ВВП). В качестве продавцов на РИТ выступают производители товаров (зданий, сооружений, оборудования, транспортных средств, вычислительной техники и др.) либо другие участники (продавцы валюты, паев, ценных бумаг и т. д.).

Главным фактором, определяющим масштабы функционирования РИТ, является совокупное предложение, которое порождает соответствующий спрос на инвестиционные товары. Однако равенства инвестиционный спрос и предложение достигают только в масштабе рынка в целом. Индивидуальные (конкретные) спрос и предложение на отдельных его сегментах могут не совпадать. Возникающие на РИТ диспропорции регулируются посредством колебания цен на излишек или недостаток товаров.

Операции на РИТ можно выразить формулой:

$$И (D_1 T_1 P_u) \perp T_u \perp D^1 \quad (2.3)$$

где T_u — инвестиционный товар.

Остальные обозначения те же, что приведены в формуле (2.2). Формула (2.3) означает, что инвестирование — вложение средств $И (D_1 T_1 P_u)$ в

инвестиционный товар (T_u) — через определенный период времени (лаг) принесет доход или эффект (D^I). РИТ следует рассматривать в двух аспектах:

- с точки зрения движения инвестиций (капитала), размещаемых инвесторами;
- с позиции движения инвестиционных товаров (объектов вложения для инвестора).

Инвестиционный спрос и предложение на товары уравнивают через механизм ценообразования, т. е. системы равновесных цен на товары и капитал. Благодаря системе равновесных цен постоянно воспроизводят макроэкономические пропорции в народном хозяйстве, включая и такой важный элемент как инвестиции — прирост капитального имущества.

Механизм равновесных цен возникает и действует только в условиях свободного конкурентного рынка, предполагающего обмен товарами на основе сбалансирования спроса и предложения. Необходимым условием становления рыночных отношений конкурентного типа является опережающее развитие предложения при относительно стабильном спросе, т. е. возрастающая конкуренция товаропроизводителей (продавцов).

- В странах с развитой рыночной экономикой эту конкуренцию поддерживает и стимулирует государство посредством мер антимонопольного регулирования. В отличие от свободных конкурентных рынков рынки монополистического типа характеризуются развитием конкуренции покупателей в условиях дефицита товаров вследствие жесткой политики ценообразования, обусловленной монопольным положением товаропроизводителей.

Цена равновесия, которая складывается на свободном конкурентном рынке, служит индикатором стоимости товара, так как фиксирует изменения соотношения спроса и предложения, происходящие на основе колебаний в системе стоимостей. Если на РИТ в данный момент представлен определенный набор товаров (недвижимое имущество, оборудование, ценные бумаги и др.), то следует установить, как действует механизм равновесной цены. В такой ситуации инвестор, вкладывая средства в набор товаров, стремится максимизировать прибыль и минимизировать инвестиционные затраты. Среди различных видов активов предпочтение в первую очередь будет отдано наиболее высокодоходным (с наибольшей нормой прибыли на вложенный капитал) и минимальным риском утраты таких активов. Направление большой массы инвестируемого капитала для авансирования в высокодоходные активы приведет к структурным сдвигам на РИТ. Поэтому инвестиционный спрос на конкретный объект вложения

превысит предложение. В условиях конкурентного рынка такая ситуация вызовет увеличение цены на этот инвестиционный товар. Высокая рыночная цена подтверждает привлекательность данного товара для инвесторов с позиций его высокой доходности (эффективности). Однако перелив инвестиций (капитала) в высокодоходные активы приведет в конечном итоге к расширению предложения данного инвестиционного товара и соответствующему понижению его цены. В таких условиях инвестиции будут направлены в новые высокодоходные активы.

Все инвестиционные товары можно разграничить по двум признакам:

- элементы физического капитала (движимое и недвижимое имущество);
- элементы финансового капитала (финансовые активы).

Оборот инвестиций физического капитала представляет первичный рынок этих инвестиций. Оборот инвестиций в сфере финансового капитала выражает вторичный рынок инвестиций.

Финансовые активы опосредуют движение стоимости физического капитала, увеличивая тем самым скорость перелива капитала в высокодоходные сферы инвестиционной деятельности. Именно мобильность финансовых активов на инвестиционном рынке придает величине их рыночной стоимости свойство наиболее чуткого барометра рыночной конъюнктуры. Следовательно, механизм цены равновесия наиболее отчетливо проявляется на финансовом рынке.

Рыночная цена (курс) финансовых активов регистрируется биржами. Данный курс инвесторы оценивают как «полезность» капитала с позиции его способности обеспечивать вкладчику высокий доход при минимальном уровне риска. С учетом изложенного кругооборот инвестиций в сфере воспроизводства физического капитала (движимого и недвижимого имущества) можно представить следующим образом:

$$\begin{array}{c}
 \begin{array}{c} K_o \\ \uparrow \\ I - T_u \\ \downarrow \\ PC \end{array} \dots \dots P \dots \dots T^1 - D^1 \begin{array}{c} \swarrow C \\ \searrow V \\ \downarrow m \end{array} \begin{array}{c} C_1 \\ C_2 \end{array} \rightarrow \begin{array}{c} \Phi H_1 \\ \Phi H_2 \end{array} \\
 \begin{array}{c} O_k \\ \uparrow \\ I - T_u \end{array}
 \end{array}
 \quad (2.4)$$

где I — инвестиции в денежной и товарной формах, а также в форме имущественных прав и интеллектуальных ценностей; T_u — инвестиционные товары, в которые авансированы инвестиции; K_o — основной капитал; O_k — оборотный капитал; PC — рабочая сила, интеллектуальный потенциал; P — производственная фаза оборота инвестиций; T^1 — товарная фаза оборота инвестиций; D^1 — денежная фаза оборота инвестиций (цена реализации

инвестиционного товара); C — фонд возмещения; C_1 — фонд возмещения материальных затрат, включаемых в издержки производства; C_2 — амортизационные отчисления; V — фонд оплаты труда, включая отчисления на социальные нужды; m — чистый доход инвестора в форме прибыли; ΦH — фонд накопления, образуемый из амортизационных отчислений и чистой прибыли; ΦH_1 — фонд накопления, направляемый на возмещение потребленного капитала; ΦH_2 — фонд накопления, используемый для новых инвестиций в форме нераспределенной прибыли.

Указанная формула выражает движение средств юридических лиц при любой форме коммерческой деятельности. Экономическое содержание данной цепочки превращений заключается в следующем. Инвестиции (I) в различной форме (денежной, товарной и др.) вкладывают в инвестиционные товары (T_u) для создания материальных предпосылок коммерческой деятельности. Инвестируемый капитал в различных формах авансируют в конкретные виды товаров, в совокупности представляющие физический капитал. Например, инвестиции в денежной форме могут быть вложены (посредством стадии обмена) в любой элемент физического капитала (движимого и недвижимого имущества). Поэтому рынки инвестиционных товаров можно классифицировать на:

- рынки недвижимого имущества (здания, сооружения и т. д.);
- рынки движимого имущества (оборудование, транспортные средства и др.);
- рынки имущественных прав и интеллектуального потенциала;
- рынки инноваций (научно-техническая продукция).

Процесс вложения инвестиций в денежной форме осуществляют по формуле:

$$I_d - T_u \rightarrow P \rightarrow T^1 - D^1 \quad (2.5)$$

где I_d — инвестиции в денежной форме.

Остальные обозначения приведены в формуле (2.4). Инвестиции в товарной форме, вкладываемые в коммерческую деятельность, непосредственно трансформируются в материально-вещественные элементы капитала (движимое и недвижимое имущество):

$$I_m - T_u \rightarrow P \rightarrow T^1 - D^1 \quad (2.6)$$

где I_m — инвестиции в товарной форме.

Инвестиции в виде имущественных прав реализуются в процессе воспроизводства как использование опыта, ноу-хау и других интеллектуальных ценностей:

$$I_{ин} - T_u \text{ К П К } T^1 - D^1 \quad (2.7)$$

где $I_{ин}$ — инвестиции в форме имущественных прав.

По приведенным формулам происходит материализация инвестиций, представленных в форме прироста стоимости капитального имущества инвестора.

Целью любого инвестирования является получение дохода (прибыли). Поэтому оборот инвестиций обязательно включает в себя период эксплуатации приобретенного капитального имущества (фазу $\text{К П К } T^1 - D^1$) до момента накопления финансовых ресурсов в форме амортизационных отчислений или части прибыли, окупающих вложенный в производство капитал. На практике чем выше норма рентабельности (доходности) капитального имущества, тем ниже срок окупаемости, т. е. период оборота инвестиций. Достижение высокой нормы рентабельности требует непрерывного обновления основного капитала, особенно машин и оборудования.

Если инвестору необходимы новые виды машин и оборудования или новая разновидность материалов, то он вправе, предварительно авансировав денежные средства в научно-технические разработки, самостоятельно наладить выпуск данных элементов основного и оборотного капитала. Если инвестор заказывает необходимое оборудование или материалы одному из участников инвестиционного процесса, то эта сделка аналогична в целом приобретению нужного товара на инвестиционном рынке. Однако в этом случае учитывают фактор времени, поскольку приобретение превращается в разновидность денежной операции на срок. Поэтому стоимость (цена) нового элемента капитального имущества может оказаться выше среднерыночной. Существуют определенные особенности кругооборота инвестиций в случае, если инвестору для коммерческой деятельности требуется сформировать элементы пассивной части основного капитала (здания и сооружения). В данном случае в инвестирование включают субъектов сферы капитального строительства (подрядчиков и проектировщиков). При таком варианте инвестирования возможны две модификации оборота средств исходя из роли инвестора (заказчика) в процессе строительства.

1. Инвестор вправе самостоятельно возводить (хозяйственным способом) необходимые ему здания и сооружения.

2. Инвестор может выступить в роли заказчика (застройщика) готовой строительной продукции.

В первом случае кругооборот средств в сфере капитального строительства непосредственно включается в схему кругооборота инвестиций (см. формулу

(2.4)). Во втором случае экономические отношения инвестора (застройщика) с другими участниками строительства регламентируются договором подряда (контрактом), составляемым с учетом ситуации, складывающейся на рынке инвестиционных товаров. Специфика финансовых взаимоотношений застройщика с другими участниками инвестиционного процесса заключается в авансировании затрат последних (подрядчиков) с различной продолжительностью, определяемой в договоре (контракте), либо в приобретении готовой строительной продукции (при строительстве объектов «под ключ»). Следовательно, выполнение инвестором функций заказчика с предварительным авансированием производственных затрат подрядчика определяет специфику кругооборота инвестиций в сфере капитального строительства.

Инвестирование в капитальное имущество, включая капитальные вложения, является только одной из форм авансирования средств для получения дохода (прибыли).

В современных условиях на инвестиционных рынках все большее значение приобретают вложения в инновации (научно-техническую продукцию). Весомость данной формы инвестирования определяется возрастающей ролью научно-технического прогресса в воспроизводственном процессе.

В настоящее время доля затрат на научные исследования и разработки по отношению к стоимости ВВП чрезвычайно мала. Государственное финансирование науки и научного обслуживания в России составляет 0,7-0,8% ВВП, в то время как в США — 3-4%, в Японии — до 5%, в странах ЕЭС — не ниже 3%. При этом доля налоговых поступлений из сферы науки и научного обслуживания в России равна 0,2-0,3% ВВП, т. е. реально финансирование науки не превышает 0,5% ВВП, что в 10 раз меньше, чем в Японии⁶.

Как и прежде, две трети средств используют в инженерных разработках традиционных производств, физике, химии, а остальные — распределяют по базовым отраслям (табл. 2.5). Однако в настоящее время совершенно другие сферы науки способствуют формированию эффективной экономики. Такой сферой является прежде всего разработка и выпуск наукоемкой продукции. Поэтому необходимо быстро обновлять элементы основного и оборотного капитала, а также внедрять современные технологии для повышения рентабельности (доходности) производства. Такое поведение инвестора обеспечивает его нормальную предпринимательскую деятельность в условиях конкурентной среды. С этих позиций изучение состояния рынка

⁶ Экономист. 2000. № 6. С 36.

особых инвестиционных товаров-инноваций служит обязательным условием успешной работы предприятия в рыночной среде.

Для отбора наиболее эффективных инновационных проектов с точки зрения их доходности любое предприятие должно создавать портфель наиболее экономичных проектов (программ). В действительности максимум окупаемости инноваций зачастую не совпадает с минимумом затрат на программу научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (НИОКР). Поэтому, учитывая ограниченность финансовых ресурсов (инвестиционного спроса), стратегия инвестирования предприятия может включать в себя следующие элементы.

1. Вложения в НИОКР, связанные с нормальной деятельностью инвестора в данных экономических условиях, независимо от финансовой отдачи этих вложений.
2. Авансирование в НИОКР для получения максимального дохода (прибыли), что предполагает отбор наиболее экономичных инновационных проектов.

Таблица 2.5. Отраслевая структура затрат на технологические инновации, % ⁷

Отрасли промышленности	Годы				
	1995	1996	1997	1998	1999
Промышленность, всего	100	100	100	100	100
В том числе горнодобывающая	8,6	6,6	10,0	13,3	11,5
металлургическая	4,8	5,0	8,7	8,4	17,7
химическая и нефтехимическая	35,2	30,2	27,9	16,5	18,2
металлообрабатывающая	5,5	2,1	2,0	1,2	0,9
машиностроительная	33,9	39,9	39,9	39,2	29,0
пищевая	6,7	6,8	6,6	10,6	9,1
легкая	1,0	0,8	0,6	0,9	1,4
другие отрасли	4,3	8,6	4,3	9,9	12,2

Кругооборот инвестиций в инновационной сфере можно выразить формулой:

$$I_{\partial} - I_m - K_u \dots P \dots T^1 - D^1 \begin{matrix} \nearrow C \\ \searrow m \end{matrix} V, \quad (2.8)$$

где I_{∂} — инвестиции в денежной форме; I_m — специфический инновационный товар (набор инноваций), приобретенный на рынке инвести-

⁷ Экономист. 2001 № 7 С. 14

ционных товаров; K_u — прирост капитального имущества в форме приобретаемых (создаваемых) интеллектуальных ценностей. Остальные обозначения приведены в формуле (2.4). Следующим направлением инвестирования являются вложения в финансовые активы. В рыночном хозяйстве инвестиционные товары в материально-вещественной форме замещают различные финансовые активы (акции, корпоративные облигации, векселя и др.). Инвестирование в финансовые активы производят исходя из нормы их доходности. Чем выше норма доходности конкретного финансового актива (дивиденда по акции, процента по облигации), тем ниже неудовлетворенный инвестиционный спрос, т. е. спрос, который может быть реализован путем вложения в финансовые активы.

Доходы по различным финансовым активам с учетом того, какой капитал они представляют (предпринимательский или ссудный), подразделяют на дивиденд (разновидность предпринимательского дохода) и процент по кредитам и займам. Процесс инвестирования в финансовые активы можно выразить формулой:

$$\begin{array}{c}
 \text{Акции } (B_1) \quad \text{Облигации } (B_2) \\
 \quad \quad \quad \swarrow \quad \searrow \\
 I - D_{fa} \dots D^1, \\
 \quad \quad \quad \swarrow \quad \searrow \\
 \text{Депозиты } (B_3) \quad \text{Прочие} \\
 \quad \quad \quad \text{финансовые} \\
 \quad \quad \quad \text{активы } (B_4)
 \end{array}$$

(2.9)

где I — инвестиции; D_{fa} — денежное выражение инвестиций, вложенных в финансовые активы (акции, облигации и др.), паи, вклады, займы; B_1, B_2, B_3, B_4 — норма доходности акций, облигаций, депозитов и прочих финансовых активов; D^1 — доход от финансовых активов в форме дивиденда и (или) процента.

Источником дохода (D^1) является прибыль, полученная от коммерческой деятельности в результате функционирования капитального имущества как модифицированной формы инвестиций. Таким образом, дивиденд и процент, выражая величину доходности созданных капитальных стоимостей, одновременно характеризуют период окупаемости активов и воспроизводят инвестиционный спрос. Данный спрос вызывает реинвестирование, приводящее к приросту капитальных стоимостей.

Инвестиционный спрос конкретного инвестора состоит из следующих элементов:

- инвестиций, направляемых на возмещение (амортизационные отчисления, выделяемые на воспроизводство основного капитала);
- новых инвестиций (в размере нераспределенной прибыли, направляемой на финансирование капиталовложений);
- реинвестиций (накопленного дивиденда).

Процент, выступающий в форме платы за привлеченные заемные средства, аккумулируется другими инвесторами, главным образом банковской системой. Следовательно, этот процент также участвует в формировании инвестиционного спроса. Соотношение дивиденда и процента характеризует структуру инвестиционного спроса, распределяемого между коммерческими организациями и кредитной системой.

На практике указанное соотношение принимает форму цены финансовых активов, которые представляют на рынке инвестиционных товаров капитальные стоимости. Быстрота реакции цен на изменения нормы доходности капитальных стоимостей достигается за счет развития финансового рынка, и прежде всего рынка ценных бумаг. Отражая процесс перелива капитала в высокодоходные, финансовые активы в соответствии со своей котировкой определяют интересы в будущем и таким образом формируют их поведение на рынке инвестиционных товаров.

Указанные обстоятельства безусловно должны учитываться государством для выбора методов воздействия на процессы перелива капитала исходя из народнохозяйственных интересов. В условиях формирования финансового рынка государство как инвестор, заемщик, регулятор и гарант денежных операций должно активно сочетать административные рычаги управления экономикой с непосредственно рыночными методами регулирования макроэкономических процессов.

Вопросы для самоконтроля

1. Раскройте содержание инвестиционного спроса.
2. В чем различие между рынками инвестиций (капитала) и инвестиционных товаров?
3. Назовите формы существования инвестиционных товаров.
4. Охарактеризуйте механизм действия равновесных цен на рынке инвестиционных товаров.
5. По каким признакам разграничивают инвестиционные товары?
6. Назовите отдельные сегменты рынка инвестиционных товаров.
7. Какую роль на рынке инвестиционных товаров играют вложения в инновации?

2.4. Инвестиционная политика предприятия

Термин «политика» выражает совокупность целей и задач стратегического и тактического характера, а также механизма их реализации в какой-либо сфере деятельности.

Инвестиционная политика предприятия — составная часть общей экономической стратегии, которая определяет выбор и способы реализации наиболее рациональных путей обновления и расширения его производственного и научно-технического потенциала. Данная политика направлена на обеспечение выживания предприятия в сложной рыночной среде, на достижение им финансовой устойчивости и создание условий для будущего развития. При ее разработке необходимо предусмотреть:

- достижение экономического, научно-технического и социального эффекта от рассматриваемых мероприятий — для каждого объекта инвестирования используют специфические методы оценки эффективности, а затем отбирают те проекты, которые при прочих равных условиях обеспечивают предприятию максимальную эффективность (рентабельность) инвестиций;
- получение предприятием наибольшей прибыли на вложенный капитал при минимальных инвестиционных затратах (капиталовложениях);
- рациональное распоряжение средствами на реализацию неприбыльных инвестиционных проектов, т. е. снижение расходов на достижение соответствующего социального, научно-технического и экологического эффекта реализации данных проектов;
- использование предприятием для повышения эффективности инвестиций государственной поддержки в форме бюджетных кредитов, гарантий Правительства РФ и т. д.;
- привлечение льготных кредитов международных финансово-кредитных организаций и частных иностранных инвесторов;
- минимизацию инвестиционных рисков, связанных с выполнением конкретных проектов;
- обеспечение ликвидности инвестиций;
- соответствие мероприятий, которые предусмотрено осуществить в рамках инвестиционной политики, законодательным и нормативным актам РФ, регулирующим инвестиционную деятельность.

Влияние коммерческих рисков (строительных, производственных, маркетинговых и пр.) может быть оценено через вероятное изменение ожидаемой доходности инвестиционных проектов и соответствующее снижение их эффективности. Такие риски поддаются снижению посредством самострахования (создания инвесторами финансовых резервов), диверсификации инвестиционного портфеля, лимитирования, приобретения

дополнительной информации о предмете инвестирования и др. От некоммерческих рисков (стихийных бедствий, аварий, беспорядков и др.) защищают гарантии Правительства РФ и страхование инвестиций.

Для обеспечения ликвидности инвестиций следует взвесить вероятность значительных изменений внешней инвестиционной среды, конъюнктуры рынка и стратегии развития предприятия в предстоящем году. Подобные изменения способны существенно снизить доходность отдельных объектов инвестирования, повысить уровень рисков, что окажет негативное влияние на общую инвестиционную привлекательность предприятия. В силу воздействия этих факторов часто приходится принимать решения о своевременном выходе из неэффективных проектов и реинвестировании высвобождаемого капитала. Вот почему целесообразно оценить уровень ликвидности инвестиций в каждый объект. По итогам оценки проводят ранжирование реальных проектов по критерию их ликвидности. Для реализации отбирают те из них, которые имеют максимальный уровень ликвидности.

При разработке инвестиционной политики учитывают следующие факторы:

- финансовое состояние предприятия (устойчивое, неустойчивое, кризисное);
- технический уровень производства, наличие незавершенного строительства и неустановленного оборудования;
- возможность получения оборудования по лизингу;
- наличие собственных средств, возможности привлечения недорогих кредитов и займов;
- конъюнктуру рынка капитала;
- льготы, получаемые инвестором от государства;
- коммерческую и бюджетную эффективность намечаемых к реализации инвестиционных проектов;
- условия страхования и получения гарантий от некоммерческих рисков;
- налоговое окружение — налоги и другие обязательные платежи, уплачиваемые инвестором;
- условно-переменные и условно-постоянные издержки предприятия, в том числе на производство и сбыт продукции;
- цены на продукцию и выручку от продаж.

Потребность в ресурсах для реализации инвестиционной политики предприятия определяют с учетом его производственного и научно-технического потенциала, необходимого для выпуска продукции (услуг) в соответствии с потребностями рынка.

При оценке рынка продукции предприятия принимают во внимание:

- географические границы рынка реализации данной продукции;
- общий объем продаж и его динамику за последние три года;
- динамику потребительского спроса, прогнозируемого на период реализации инвестиционной политики;
- уровень конкуренции на рынке;
- технический уровень продукции и возможности его повышения за счет реализации конкретных инвестиционных проектов и др.

Потребность предприятия в инвестиционных ресурсах соответствует расходам, которые предстоят с начала периода реализации инвестиционной политики. Стоимость объектов незавершенного строительства, оплаченного неуставленного оборудования, иные капитальные затраты истекших лет не включают в общий объем капиталовложений предстоящего периода.

При разработке инвестиционной политики рекомендуют определять общий объем инвестиций, способы рационального использования собственных средств и возможности привлечения дополнительных денежных ресурсов с финансового рынка. Инвестиционные проекты в рамках долгосрочной стратегии предприятия целесообразно согласовывать между собой по объемам выделяемых ресурсов и срокам реализации исходя из достижения максимального общего экономического эффекта (дохода или прибыли) в процессе осуществления инвестиционной политики. Среднесрочную инвестиционную политику разрабатывают на период один-два года, а долгосрочную — на более длительную перспективу (свыше двух лет).

С точки зрения управления реальными инвестициями (в рамках инвестиционной политики) можно выделить следующие этапы (шаги) инвестиционного процесса на предприятии:

- мотивация инвестиционной деятельности;
- программирование инвестиций (программа развития предприятия);
- обоснование целесообразности реализации выбранной инвестиционной программы (оценка эффективности, рисков, ресурсного обеспечения и др.);
- страхование реальных инвестиций;
- регулирование инвестиционного процесса;
- планирование инвестиций (составление ТЭО, бизнес-планов проектов и т. д.);
- финансовое обеспечение инвестиционной деятельности (разработка капитального бюджета);
- проектирование (разработка проектно-сметной документации по отдельным объектам);
- обеспечение реальных инвестиций (капиталовложений) материально-техническими ресурсами;
- освоение реальных инвестиций (процесс производства строительно-монтажных работ);

- мониторинг процесса освоения реальных инвестиций (оперативное управление строительным циклом);
- сдача готовых объектов в эксплуатацию;
- освоение проектных мощностей;
- оценка результатов инвестирования (эффективности реализованных инвестиционных проектов).

Данные этапы могут быть изменены исходя из масштабов инвестиционной деятельности предприятия и характера реализуемых проектов.

Инвестиционная политика, определенная специалистами предприятия, подлежит рассмотрению и утверждению его администрацией. Ключевые положения данной политики рекомендуют учитывать при технико-экономическом обосновании инвестиционных проектов, выборе различных источников финансирования, привлечении к реализации проектов сторонних организаций в порядке долевого вклада в строительство.

Эффективность инвестиционной политики оценивают по сроку окупаемости инвестиций, который определяют на основе данных бизнес-плана и предварительных расчетов по обоснованию инвестиционных проектов.

Вопросы для самоконтроля

1. Какие задачи ставят в процессе разработки инвестиционной политики предприятия?
2. Назовите факторы, определяющие инвестиционную политику предприятия.
3. Какие показатели учитывают при разработке инвестиционной политики?

2.5. Инвестиции как объект государственного регулирования

В рыночном (товарном) хозяйстве объем намечаемых в экономику инвестиций зависит от уровня доходности (прибыльности) капитальных и финансовых активов. Участие государства в регулировании инвестиционной деятельности выражается в следующем.

1. Государство выступает в качестве системообразующего фактора, так как создает нормативно-правовую базу, единую для всех участников инвестиционного процесса, включая и реализацию реальных проектов.
2. Государство само является субъектом инвестиционной деятельности, выделяя бюджетные средства на конкурсной основе непосредственным инвесторам. Следует иметь в виду, что государство не преследует в качестве основной цели инвестиционной деятельности получение максимальной прибыли от реальных проектов, на финансирование которых направляются бюджетные средства. Государство при

принятии инвестиционных решений руководствуется иными принципами, чем коммерческие организации при оценке эффективности реальных проектов (например, достижение максимальной социальной и экологической эффективности инвестиций и др.).

Государство определяет стратегию поведения инвесторов на рынке инвестиционных товаров, а также объем и структуру государственных инвестиций. Исходя из состояния экономики (уровня инфляции, дефицита бюджетной системы, структуры производства, платежеспособного спроса населения на товары и услуги и иных факторов) применяют те или иные концепции регулирования рынка инвестиционных товаров. При этом любая концепция базируется на целевых установках двух уровней: конечных целях (рост валового внутреннего продукта, увеличение занятости населения, снижение темпов инфляции до 3-6% в год); промежуточных целях (соотношение между спросом и предложением на капитал, процентные ставки по кредитным ресурсам, динамика денежной массы и др.). Конечные (стратегические) цели определяют степень воздействия данной формы финансовой и денежно-кредитной политики на производство.

Промежуточные цели служат в качестве ориентиров регулирования пропорций между спросом и предложением на ресурсы в финансовой и денежно-кредитной сферах. Принципы регулирования инвестиционной сферы в России определяются федеральными законами «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ и «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации, от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ.

Если рассмотреть данные законодательные акты с позиции их соответствия рыночным отношениям, то можно отметить следующие аспекты:

- расширительная трактовка инвестиций и инвестиционной деятельности как вложение инвестиций и осуществление практических действий для получения прибыли или иного полезного эффекта;
- четкая и конкретная формулировка основных понятий, характеризующих инвестиционную сферу, что создает единую терминологию для изучения инвестиционного процесса (например, капиталовложения, инвестиционный проект, приоритетный инвестиционный проект, объекты и субъекты инвестиционной деятельности и др.);
- легализация сферы негосударственного инвестирования, функционирующей на основе договоров между субъектами инвестиционной деятельности (застройщиками и подрядчиками);

- широкий перечень мер государственного регулирования инвестиционной деятельности, включая экономические и административные методы управления инвестициями;
- комплексный характер защитных мер и гарантий государства в области инвестирования, в том числе для иностранных инвесторов;
- широкий перечень методов регулирования инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений органами местного самоуправления.

Законодательные основы политики инвестирования регулируют инвестиционную деятельность в различных формах, которые можно объединить в три блока (табл. 2.6).

Раскроем содержание каждого из них.

Первый блок — создание благоприятных экономических условий для развития инвестиционной деятельности — заключается во взвешенной налоговой политике. Данная политика в сфере инвестиционной деятельности включает совершенствование системы налогов, установление субъектам этой деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуальный характер.

Согласно главе 25 («Налог на прибыль») части второй Налогового кодекса РФ, с 01.01.2002 г., отменены ранее действовавшие налоговые льготы в части прибыли, направляемой на финансирование производственных капитальных вложений и жилищного строительства. Одновременно снижена ставка по налогу на прибыль с 30 до 24%, что, по мнению законодателей, должно создать предприятиям более благоприятные условия для реального инвестирования в основной капитал.

Согласно изменениям к федеральному закону «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 02.01.2001 г. № 22-ФЗ, закреплены гарантии сохранения налогового климата для определенной категории инвесторов. Указанными изменениями к Закону введено понятие «приоритетного инвестиционного проекта». Для инвесторов, осуществляющих такие проекты, предусмотрены особые гарантии возврата их вложений и своеобразная защита от изменения налогового законодательства в сторону увеличения налоговой нагрузки.

Таблица 2.6. Формы государственного регулирования инвестиционной деятельности предприятий

№ п/п	Наименование форм регулирования
1	Создание благоприятных экономических условий для развития инвестиционной деятельности
1.1	Налоговая политика (налоговые льготы)
1.2	Амортизационная политика (применение норм ускоренной амортизации)
1.3	Расширение использования средств населения и других внебюджетных источников
1.4	Развитие возможностей использования залога при кредитовании инвесторов
1.5	Развитие финансового лизинга движимого и недвижимого имущества
1.6	Создание возможностей субъектам инвестиционной деятельности для формирования собственных денежных фондов развития
1.7	Проведение переоценки основных фондов в соответствии с темпами инфляции
1.8	Предоставление субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами
1.9	Принятие антимонопольных мер
1.10	Создание и развитие сети информационно-аналитических центров, осуществляющих регулярное проведение рейтингов и рейтинговых оценок субъектов инвестиционной деятельности и др.
2	Прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений
2.1	Разработка, утверждение и финансирование инвестиционных проектов, РФ, осуществляемых за счет средств федерального бюджета и бюджетов субъектов РФ, а также реализуемых РФ совместно с иностранными инвесторами
2.2	Предоставление на конкурсной основе государственных гарантий по проектам, реализуемым за счет средств федерального бюджета и бюджетов субъектов РФ
2.3	Размещение на конкурсной основе средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов РФ для финансирования проектов
2.4	Выпуск облигационных займов для финансирования конкретных инвестиционных проектов
2.5	Предоставление концессий отечественным и иностранным инвесторам по итогам торгов (конкурсов и аукционов)
2.6	Вовлечение в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строек и объектов, находящихся в государственной собственности, и др.
3	Иные формы регулирования инвестиционной деятельности
3.1	Экспертиза инвестиционных проектов
3.2	Защита законных прав и интересов субъектов инвестиционной деятельности, включая иностранных инвесторов

Так, согласно тексту Закона: «В случае, если вступают в силу новые федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации, изменяющие размеры ввозных таможенных пошлин <...>, федеральных налогов <...> и взносов в государственные внебюджетные фонды (за исключением взносов в Пенсионный фонд Российской Федерации), <...> которые приводят к увеличению совокупной налоговой нагрузки на деятельность инвестора по реализации приоритетного инвестиционного проекта на территории Российской Федерации <...> по сравнению с совокупной налоговой нагрузкой <...>, действовавшими в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации на день начала финансирования приоритетного инвестиционного проекта, то такие новые федеральные законы и иные нормативные акты Российской Федерации, а также изменения и дополнения, вносимые в действующие федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации, не применяются в течение сроков, указанных в пункте 3 настоящей статьи»⁸. Согласно пункту 3 данного Закона, стабильность налогового режима для инвестора, реализующего инвестиционный проект, гарантируется в течение срока окупаемости, но не более семи лет со дня начала его финансирования. Дифференциацию сроков окупаемости инвестиционных проектов исходя из их видов устанавливает Правительство РФ. Таким образом инвесторам, реализующим приоритетные инвестиционные проекты, гарантируется иммунитет от изменения налогового законодательства.

При этом следует отметить, что практически все функции по предоставлению режима защиты от изменения налогового законодательства переданы Правительству РФ. Так, согласно действующему законодательству, Правительство РФ:

- утверждает перечень приоритетных инвестиционных проектов;

⁸ О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 02.01.2000 г. № 22-ФЗ // Экономика и жизнь. 2000. № 3.

- устанавливает порядок дифференциации инвестиционных проектов, исходя из срока их окупаемости;
- принимает решение о продлении для инвестора срока действия условий и режима приоритетного инвестиционного проекта;
- устанавливает критерии оценки изменения в неблагоприятном для инвестора, реализующего приоритетный инвестиционный проект на территории РФ, в отношении условий взимания ввозных таможенных пошлин, федеральных налогов и вноса в государственные внебюджетные фонды единого социального налога, режима запретов и ограничений в отношении осуществления капитальных вложений на территории РФ;
- утверждает порядок, определяющий день начала финансирования приоритетного инвестиционного проекта, в том числе с участием иностранных инвесторов;
- устанавливает порядок регистрации приоритетных инвестиционных проектов;
- осуществляет контроль за исполнением инвестором взятых им обязательств по реализации приоритетного инвестиционного проекта в нормативные сроки.

Таким образом, Правительству РФ фактически делегированы полномочия предоставлять налоговые льготы отдельным инвесторам, а не категориям налогоплательщиков, поскольку сохранение режима пониженного налогообложения есть по существу уменьшение налоговых платежей (т. е. налоговая льгота). На наш взгляд, это противоречит общим принципам построения налоговой системы РФ, в частности статье 56 Налогового кодекса РФ, которая гласит: «Нормы налогового законодательства о налогах и сборах, определяющие основания, порядок и условия применения льгот по налогам и сборам, не могут носить индивидуального характера».

Закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» во многом идентичен закону «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений». Предоставляя инвесторам схожие права и гарантии, он обладает рядом особенностей.

Закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» определяет понятия «иностранный инвестор», «иностранная инвестиция», «прямая иностранная инвестиция», «приоритетный инвестиционный проект».

Прямая иностранная инвестиция представляет собой:

- приобретение иностранным инвестором не менее 10% доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале коммерческой организации, созданной или вновь образуемой на территории РФ в форме хозяйственного товарищества или общества;
- вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица, создаваемого на территории РФ;

- осуществление на территории РФ иностранным инвестором как арендодателем финансовой аренды (лизинга) оборудования, указанного в разделах XVI и XVII Товарной номенклатуры внешнеэкономической деятельности СНГ (ТН ВЭД СНГ).

Отличие определений приоритетного инвестиционного проекта, содержащихся в указанных выше законах, очевидно. Закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» не содержит никаких конкретных параметров, которым должен соответствовать приоритетный инвестиционный проект для того, чтобы получить режим гарантий сохранения налогового режима, кроме решения Правительства РФ. Для иностранных инвестиций кроме согласия Правительства РФ предусмотрен ряд формальных требований к проекту: объем инвестиций в него должен составлять не менее 1 млрд руб. или вклад иностранного инвестора в уставный капитал предприятия с иностранным участием должен быть не менее 100 млн руб.

Закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» также распространяет положения о гарантиях неизменности налогового режима для инвесторов только на определенную категорию коммерческих организаций. Согласно статье 9 (пункты 1-2) данного Закона, в случае неблагоприятного для инвестора изменения законодательства РФ, приводящего к увеличению совокупной налоговой нагрузки на инвестиционный проект, эти изменения не применяются в отношении инвестора, реализующего приоритетный инвестиционный проект в течение срока его окупаемости, но не более семи лет с момента начала осуществления проекта. Следует отметить, что из данного правила сделаны исключения. Статья 9 не страхует от изменения ставок таможенных пошлин, направленных на защиту экономических интересов России, а также ставок акцизов и НДС. Данная оговорка не случайна, так как именно таможенные пошлины, акцизы и НДС являются основными доходными источниками федерального бюджета. Эти косвенные налоги и составляют основную налоговую нагрузку на изготовителя,

поэтому фактически инвестор гарантирован только от неблагоприятного изменения менее значимых (второстепенных) налогов. Кроме того, данное правило распространяется только на приоритетные инвестиционные проекты, которые определяет

Правительство РФ, а также на коммерческие организации с иностранными инвестициями, если доля (вклад) иностранных инвесторов в уставном (складочном) капитале такой организации превышает 25%. Таким образом, в отношении инвесторов проводится неодинаковая налоговая политика по признаку объема вкладываемых средств. На практике получается, что инвестор, вложивший средства в один проект, оказывается

более защищен от неблагоприятного изменения налогового климата, чем инвестор, диверсифицировавший вложения и создавший несколько различных производств с суммарным объемом инвестиций больше, чем у первого, но не подпадающий под определение приоритетного инвестиционного проекта. Правительству РФ предоставлено право в исключительных случаях при осуществлении иностранным инвестором и коммерческими организациями с иностранными инвестициями приоритетных инвестиционных проектов в сфере производства или создания транспортной либо иной инфраструктуры с общим объемом иностранных инвестиций не менее 1 млрд руб., срок окупаемости которых превышает семь лет, принимать решение о продлении для указанного иностранного инвестора и предприятия с иностранными инвестициями срока действия льготного режима налогообложения, предусмотренного статьей 9 (п. 1). Фактически данным пунктом Правительству РФ предоставлено право по своему усмотрению делегировать налоговые льготы отдельным предприятиям, причем наиболее крупным налогоплательщикам, т. е. регулировать доходную часть федерального бюджета. В данном случае расширены полномочия исполнительных органов власти в части создания заведомо неравных условий для инвесторов, дискриминируя их по признаку объема капитальных вложений.

Следует отметить определенную декларативность Закона «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации». В нем перечислены гарантии, предоставляемые иностранным инвесторам, однако отсутствует конкретный механизм реализации данных гарантий. Важной является гарантия на возврат капитала, в том числе доходов, полученных законным путем на территории России, предусмотренная статьей 11, в которой определено, что «иностранному инвестору после уплаты предусмотренных законодательством Российской Федерации налогов и сборов имеет право на свободное использование доходов и прибыли на территории Российской Федерации для реинвестирования с соблюдением положений статьи 4 (пункт 2) настоящего Федерального закона или для иных, не противоречащих законодательству Российской Федерации целей и на беспрепятственный перевод за пределы Российской Федерации доходов, прибыли и других правомерно полученных денежных сумм в иностранной валюте в связи с ранее осуществленными им инвестициями». Под полученными денежными суммами понимают доход от деятельности, в которую были произведены вложения капитала, а также средства, направляемые во исполнение контрактов и получаемые при ликвидации предприятия. Таким образом, Закон гарантирует беспрепятственный вывоз легального капитала из страны зарубежными

инвесторами без каких-либо ограничений. Однако из этого правила могут быть исключения, как например, во время финансового кризиса в августе 1998 г.

Законодательство об инвестиционной деятельности в России предусматривает положение о гарантиях сохранения налогового режима для приоритетных инвестиционных проектов и закрепление за Правительством РФ полномочий по предоставлению режима иммунитета от неблагоприятных изменений налогового климата. В то же время положения указанных законов не оказывают существенного влияния на принятие рядовым инвестором инвестиционных решений, а следовательно, не имеют регулирующего действия.

Для принятия инвестиционных решений о вложении капитала в новый бизнес определяющими являются следующие факторы:

- налогообложение привлечения капитала за счет заемных средств (отнесение выплаты процентов по кредиту на финансовый результат — в состав операционных расходов);
- налогообложение операций по передаче средств новому юридическому лицу (взноса в уставный капитал, в том числе при ввозе имущества из-за рубежа, уплата таможенных пошлин, приобретение акций и долей в уставном капитале);
- налогообложение прибыли от обычных видов деятельности (применение способов ускоренной амортизации основных средств и нематериальных активов), увеличение которого приводит к росту продолжительности периода окупаемости проекта и снижению доходов от его реализации;
- возможность беспрепятственного вывоза дохода, полученного от реализации проекта, за пределы Российской Федерации для иностранных инвесторов.

Следовательно, можно сделать вывод, что для реального регулирования инвестиционной активности в России приоритетное значение имеют нормативные акты, определяющие порядок налогообложения предпринимательской деятельности, поскольку именно налоговая среда учитывается инвестором в первую очередь при принятии решения о вложении капитала в конкретный инвестиционный проект. К таким нормативно-правовым актам относят в первую очередь Налоговый кодекс РФ, федеральные законы о налогах, инструкции Министерства по налогам и сборам РФ и Министерства финансов РФ.

В качестве меры, призванной способствовать успешной реализации инвестиционных проектов, часть первая Налогового кодекса РФ содержит положение об инвестиционном налоговом кредите (глава 9, статьи 66-68). Под инвестиционным налоговым кредитом понимают изменение срока

уплаты налога, при котором предприятию предоставляют возможность в течение определенного срока уменьшить свои платежи по налогу с последующей поэтапной оплатой суммы кредита и начисленных процентов. Срок данного кредита — от одного года до пяти лет. Кредит предоставляют по налогу на прибыль (доход) организации (в части, поступающей в бюджет субъекта РФ), а также по региональным и местным налогам. Кредит выдают в соответствии с общими принципами кредитования — на условиях платности и возвратности. Предоставление инвестиционного налогового кредита оформляют договором, заключаемым между организацией, являющейся получателем льгот по налогу, и уполномоченным органом власти. Решение о выдаче кредита принимает орган исполнительной власти в течение одного месяца с момента получения заявления заемщика о предоставлении кредита. Для получения инвестиционного налогового кредита

предприятие должно соответствовать хотя бы одному из следующих требований:

- проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (НИОКР) или технического перевооружения производства;
- внедренческая или инновационная деятельность;
- выполнение особо важного социального заказа или предоставление особо важных услуг населению.

Таким образом, возможность получить инвестиционный налоговый кредит предоставляется практически всем предприятиям, осуществляющим инвестиционные проекты в производственной сфере (создание новых производств, реконструкция существующих мощностей и т. д.), а также выполняющим социальные заказы, имеющие в своей основе бюджетное финансирование. Проблематичным представляется только получение инвестиционного налогового кредита для строительных организаций (кроме организаций, выполняющих социальный заказ).

Условия договора об инвестиционном налоговом кредите предусматривают: сумму кредита и порядок снижения платежей по налогам, срок действия договора, ставку процента, порядок погашения задолженности, обеспечение договора и ответственность сторон.

Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен на сумму, составляющую до 30% от стоимости приобретаемого оборудования (в случае проведения НИОКР или технического перевооружения), или на сумму, определяемую по соглашению сторон по остальным основаниям. Однако в любом случае сумма кредита не может понижать налоговые платежи соответствующего отчетного периода, исчисленные по общим правилам, более чем на 50%. Ставка кредита может быть установлена в пределах от 1/2 до 3/4 учетной ставки Центрального банка России. Все перечисленные

условия относятся к кредитам, предоставляемым в пределах сумм, подлежащих взносу в федеральный бюджет. По региональным и местным налогам может быть установлен иной порядок предоставления данного кредита, в том числе сроки действия договора и ставки по нему (статья 67, пункт 7)

При всей внешней привлекательности условий предоставления кредита нельзя не отметить, что по федеральным налогам он предоставляется в части налога на прибыль в случае приобретения нового оборудования, т. е. в момент, когда у предприятия резко возрастают амортизационные отчисления. Поэтому может оказаться, что, правильно выбрав способ амортизации, предприятие понизит свои платежи по налогу на прибыль до нуля, не получив бухгалтерской прибыли. В результате данная льгота может оказаться бесполезной. Кроме того, начальный период эксплуатации нового оборудования сопровождается увеличением связанных с его пуском затрат, относимых на издержки производства, что также снижает налогооблагаемую прибыль. Однако в целом можно отметить стимулирующий характер данной льготы — особенно в том случае, когда предприятие реализует инвестиционный проект с привлечением заемных средств, а цена их привлечения ниже учетной ставки Центрального банка РФ.

Раздел VIII (глава 21) части второй Налогового кодекса РФ посвящен федеральным налогам, включая налог на добавленную стоимость (НДС). Важнейшими для стимулирования инвестиционного процесса являются положения указанной главы о льготах в части уплаты НДС, поскольку именно налоговые льготы позволяют повысить привлекательность для инвесторов вложения в реальные проекты. В соответствии со статьей 150 (пункт 1) Налогового кодекса РФ от обложения НДС освобождается ввоз на таможенную территорию РФ технологического оборудования, комплектующих и запасных частей к нему, ввозимых в качестве вклада в уставные (складочные) капиталы организаций. Из текста статьи можно сделать вывод, что эта льгота распространяется не только на иностранных, но и на российских участников, т. е. охватывает всех субъектов отечественного рынка. Данная льгота имеет весомое стимулирующее и одновременно регулирующее значение для инвестиционного процесса в РФ. Она стимулирует приток ресурсов в отрасли материального производства и создает условия для обновления и технического перевооружения производственного потенциала российских предприятий. Данная льгота позволяет направить инвестиционные ресурсы в юридически обособленные организации (в форме вклада в уставный капитал), создавая тем самым условия для более рационального распределения рисков и оптимизации структуры баланса участников инвестиционного процесса. При этом на балансе организации-инвестора отражаются акции (доли в уставном капитале) дочерней фирмы, в которую осуществляются инвестиции. Тем самым

баланс головной организации не перегружается излишним имуществом, а на балансе дочерней фирмы показывается новое оборудование, которое является одновременно гарантией ее интересов во взаимоотношениях с кредиторами и контрагентами. Необходимо отметить, что данная льгота — одна из немногих, реально оказывающих положительное влияние на инвестиционный процесс в России. Единственным ее недостатком можно назвать то, что она стимулирует приобретение зарубежного оборудования, а не отечественного, поскольку на российских производителей эта льгота не распространяется. Данная налоговая льгота имеет общий характер и не содержит отраслевой направленности. Она ориентирована на приток иностранных инвестиций в любые отрасли народного хозяйства.

Рассматривая положения статьи 149 «Операции, не подлежащие налогообложению» главы 21 Налогового кодекса РФ, важно отметить, что льготы по НДС не имеют отраслевого характера и создают равные условия для развития всех сфер предпринимательской деятельности. Большинство льгот предоставляют организациям, оказывающим социально значимые услуги (медицинские услуги, услуги по перевозке пассажиров, предприятиям общественного транспорта, ремонтно-реставрационные и иные услуги), а также предприятиям, создающим рабочие места для инвалидов. Отметим также основополагающее для инвестиционного процесса в целом положение об освобождении от уплаты НДС стоимости оборота ценных бумаг и инструментов срочных сделок. Кроме того, не признается реализацией, а следовательно, не подлежит обложению НДС передача имущества, если она носит инвестиционный характер, в частности взнос имущества в уставный капитал (статья 39, пункт 3. НК РФ). Эта льгота, наравне с освобождением от налогообложения оборота ценных бумаг (в том числе производных), является важным условием для активизации инвестиционной деятельности в России.

Нормативная база, регулирующая порядок начисления амортизации основных средств и нематериальных активов с позиции налогообложения, представлена в главе 25 («Налог на прибыль») части второй Налогового кодекса РФ. Согласно данному нормативному акту, амортизируемое имущество распределяют по амортизационным группам исходя из срока его полезного использования. Сроком полезного использования признают период, в течение которого объект основных средств или нематериальных активов (инвентарный объект) служит для выполнения целей деятельности налогоплательщика. Последний определяет срок полезного использования амортизируемого имущества самостоятельно. Срок полезного использования нематериальных активов определяют исходя из срока действия патента, свидетельства и из других ограничений сроков использования объектов интеллектуальной собственности, а также исходя из полезного срока

использования данных активов, обусловленного соответствующим договором. По нематериальным активам, по которым невозможно определить срок полезного использования конкретного инвентарного объекта, нормы амортизации устанавливают в расчете на десять лет (но не более срока деятельности налогоплательщика).

Амортизируемое имущество объединяют в следующие амортизационные группы:

- первая группа — все недолговечное имущество со сроком полезного использования от 1 года до 2 лет включительно;
- вторая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 2 лет до 3 лет включительно;
- третья группа — имущество со сроком полезного использования свыше 3 лет до 5 лет включительно;
- четвертая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 5 лет до 7 лет включительно;
- пятая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 7 до 10 лет включительно;
- шестая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 10 лет до 15 лет включительно;
- седьмая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 15 лет до 20 лет включительно;
- восьмая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 20 до 25 лет включительно;
- девятая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 25 лет до 30 лет включительно;
- десятая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 30 лет.

Классификацию основных средств, включаемых в амортизационные группы, устанавливает Правительство РФ. Для тех видов основных средств, которые не указаны в амортизационных группах, срок полезного использования определяет налогоплательщик исходя из технических условий и рекомендаций предприятий-изготовителей.

Имущество, полученное (переданное) в аренду по договору финансовой аренды (по договору лизинга), включает в соответствующую амортизационную группу та сторона, у которой это имущество должно учитываться в соответствии с условиями договора финансовой аренды (договора лизинга).

С точки зрения регулирования инвестиционной активности предприятий приоритетное значение имеет порядок начисления амортизации. С одной

стороны, предоставление предприятиям права списывать большую часть стоимости основных средств в первые годы их эксплуатации позволяет быстрее окупить капиталовложения и повышает привлекательность проекта для инвестора. С другой стороны, не все инвестиционные проекты создают денежный поток (особенно в первые годы реализации), достаточный для полного покрытия амортизационных отчислений. Поэтому в налоговом учете налогоплательщики начисляют амортизацию одним из следующих методов:

- 1) линейным методом;
- 2) нелинейным методом.

Сумму амортизации в целях налогообложения налогоплательщики рассчитывают ежемесячно отдельно по каждому объекту амортизационного имущества. Налогоплательщик применяет линейный метод начисления к зданиям, сооружениям, передаточным устройствам, входящим в восьмую-десятую амортизационные группы, независимо от срока ввода в эксплуатацию этих объектов. К остальным основным средствам налогоплательщик вправе применять как традиционный линейный, так и нелинейный методы.

Начисление амортизации в отношении объекта амортизационного имущества осуществляют в соответствии с нормой амортизации, определенной для данного объекта, исходя из срока его полезного использования. В случае применения линейного метода сумму начисленной за один месяц амортизации в отношении инвентарного объекта определяют как произведение его первоначальной (восстановительной) стоимости и нормы амортизации, установленной для данного объекта. При применении линейного метода норму амортизации по каждому объекту амортизируемого имущества устанавливают по формуле:

$$H_a = \frac{1}{t} \times 100, \quad (2.10)$$

где H_a — норма амортизации в процентах к первоначальной (восстановительной) стоимости объекта амортизируемого имущества; t — срок полезного использования данного объекта, выраженный в месяцах.

При использовании нелинейного метода сумму начисленной амортизации за один месяц в отношении инвентарного объекта определяют как произведение остаточной стоимости инвентарного объекта и нормы амортизации. Последнюю устанавливают по формуле:

$$H_a^1 = \frac{2}{t} \times 100, \quad (2.11)$$

где H_a^1 — норма амортизации в процентах к остаточной стоимости, применяемая к данному инвентарному объекту; t — срок полезного использования данного объекта, выраженный в месяцах.

Следует иметь в виду, что с месяца, следующего за месяцем, в котором остаточная стоимость инвентарного объекта достигнет 20% от первоначальной (восстановительной) стоимости этого объекта, амортизацию по нему вычисляют в следующем порядке:

- остаточная стоимость объекта амортизируемого имущества в целях начисления амортизации фиксируется как его базовая стоимость для последующих расчетов;
- сумма начисленной за один месяц амортизации в отношении инвентарного объекта определяется путем деления его базовой стоимости на количество месяцев, оставшихся до истечения срока полезного использования данного объекта.

В отношении амортизируемых основных средств, используемых для работы в условиях агрессивной среды или повышенной сменности, налогоплательщик вправе применять к основной норме амортизации поправочный коэффициент, но не более двух. Для амортизируемых основных средств, которые являются договором финансовой аренды (договора лизинга) к основной норме амортизации, налогоплательщик вправе применить специальный коэффициент, но не выше трех. Эти положения не распространяют на основные средства, относящиеся к первой, второй и третьей амортизационным группам, если эти основные средства амортизируют нелинейным методом.

По решению руководителя предприятия, закрепленному в учетной политике, для целей налогообложения разрешено начислять амортизацию по пониженным нормам. Использование пониженных норм допускается только с начала и в течение всего налогового периода. При продаже амортизируемого имущества налогоплательщиком, использующим пониженные нормы амортизации, перерасчет налоговой базы на сумму недоначисленной амортизации против установленных норм не производят. Предприятие, приобретающее объекты основных средств, бывшие в употреблении (если по такому имуществу принято решение о применении линейного метода начисления амортизации), вправе определять норму амортизации по данному имуществу с учетом срока полезного ис-

пользования, пониженного на количество лет (месяцев) эксплуатации данного имущества прежними собственниками.

Остаточную стоимость амортизируемого имущества устанавливают как разность между первоначальной (восстановительной) стоимостью и суммой, начисленной за период амортизации.

Несмотря на возможность применения различных методов начисления амортизации, определяющим фактором амортизационной политики является выбор оптимального амортизационного срока службы различных категорий основных средств. Выбор такого срока находится в компетенции руководства предприятия.

Наряду с налоговой и амортизационной политикой предусмотрено расширение возможностей использования залога при осуществлении кредитования инвестиций. Согласно федеральному закону «Об ипотеке (залоге) недвижимости» от 16.07.1998 г. № 102-ФЗ, ипотека может быть установлена в обеспечение обязательства по кредитному договору, по договору займа, а также иного обязательства.

Ипотека обеспечивает уплату залогодателем (должником обязательства) залогодержателю (кредитору) основной суммы долга по кредитному договору или иному обеспеченному ипотекой обязательству полностью либо в части, предусмотренной в договоре об ипотеке. Ипотека, установленная в обеспечение кредитного договора (договора, займа), обеспечивает уплату кредитору (заимодавцу) причитающихся ему процентов за пользование кредитом. Ипотека призвана способствовать развитию жилищного строительства в России. Субъектам инвестиционной деятельности предоставлена возможность создавать собственные денежные фонды для развития производственного потенциала и решения социальных задач (фондов накопления, потребления и резервных). Основным источником их образования является чистая прибыль предприятий.

Второй блок форм регулирования инвестиционной деятельности, представленный в табл. 2.6, — прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений. Оно находит выражение в разработке, утверждении и финансировании проектов, реализуемых за счет средств федерального и региональных бюджетов. Формирование перечня строек и объектов нового строительства и технического перевооружения для федеральных государственных нужд и финансирование их за счет бюджетных ассигнований осуществляет Правительство РФ. Размещение заказов на подрядные строительные работы для государственных нужд за счет средств федерального и региональных бюджетов для реализации инвестиционных проектов осуществляют государственные заказчики путем проведения конкурсов. Правительство РФ может предоставлять на конкурсной основе государственные гарантии по

инвестиционным проектам, реализуемым за счет средств федерального бюджета. Для осуществления таких проектов на конкурсной основе могут размещаться средства федерального бюджета. Размещение средств данного бюджета осуществляют, как правило, на возвратной и срочной основах с уплатой процентов за пользование ими в размерах, определяемых законом о федеральном бюджете на соответствующий год.

Бюджетным кодексом РФ от 31.07.1998 г. № 145-ФЗ предусмотрено создание за счет капитальных расходов бюджетов различных уровней Бюджета развития (статья 67). Порядок и условия формирования Бюджета развития определены федеральным законом «О Бюджете развития Российской Федерации» от 26.11.1998 г. № 181-ФЗ. Он предназначен для государственной поддержки инвесторов путем предоставления им соответствующих гарантий либо путем непосредственного выделения им средств (в форме кредита) на условиях возвратности, срочности и платности. Объем денежных средств, направляемых в Бюджет развития, устанавливается федеральным законом о федеральном бюджете на соответствующий год. Денежные средства Бюджета развития аккумулируют на специальных счетах органов Главного управления Федерального казначейства Минфина РФ, открытых им в учреждениях Центрального банка РФ или Сбербанка РФ. Отвлечение временно свободных средств данного бюджета на финансовые операции, не связанные с реализацией инвестиционных проектов, не допускается. В связи с недостатком средств в федеральном бюджете на 2001-2002 гг. Бюджет развития не предусматривался.

Для финансирования инвестиционных программ государство вправе выпускать облигационные займы, вовлекать в инвестиционный процесс временно приостановленные и законсервированные стройки и объекты, находящиеся в федеральной собственности. Государство предоставляет также право отечественным и зарубежным инвесторам на поиски, разведку и добычу минерального сырья на участках недр в форме соглашений о разделе продукции. Данная форма инвестирования регулируется специальным федеральным законодательством⁹.

Третий блок — иные формы государственного регулирования инвестиционной деятельности — включает экспертизу проектов и защиту прав субъектов данной деятельности. Все инвестиционные проекты независимо от форм собственности и источников финансирования до их утверждения

⁹ Более подробно данный вопрос изложен в главе 5.

подлежат экспертизе. Она проводится для предотвращения создания объектов, использование которых нарушает права юридических и физических лиц и не отвечает требованиям утвержденных стандартов (норм и правил), а также для оценки эффективности капитальных вложений. Порядок проведения государственной экспертизы инвестиционных проектов устанавливает Правительство РФ.

Защита прав субъектов инвестиционной деятельности выражается в следующем:

- обеспечение равных прав при осуществлении данной деятельности;
- гласность при обсуждении инвестиционных проектов;
- право обжалования в судебном порядке любых решений органов государственной власти и должностных лиц, противоречащих законным интересам юридических лиц и граждан.

Капитальные вложения могут быть:

1. Национализированы — только при условии предварительного и равноценного возмещения государством убытков, понесенных субъектами инвестиционной деятельности.
2. Реквизированы — по решению органов государственной власти в случаях и порядке, определенных Гражданским кодексом РФ.

Страхование капитальных вложений осуществляют в соответствии с законодательством РФ.

Выводы

1. Для регулирования денежных потоков в инвестиционной сфере целесообразно сочетать методы денежно-кредитной и финансовой политики. Денежно-кредитная политика может быть разработана на долгосрочную перспективу и поэтому является приоритетной. Финансовая политика определяется финансовыми возможностями государства формировать в достаточном объеме капитальные бюджеты РФ и субъектов Федерации.
2. Активизация инвестиционной деятельности может быть осуществлена как за счет государственных инвестиций, кредитов банков и других привлеченных средств, так и путем косвенного регулирования чистой прибыли предприятий посредством понижающего давления налогов. Снижение налогового бремени позволит предприятиям повысить уровень самофинансирования вложений в основной капитал.
3. Инвестиционная деятельность предприятий в различных формах осуществляется при активном посредничестве банков. Поэтому целесообразно строить взаимоотношения банков с заемщиками с учетом накопленного мирового опыта в инвестиционной сфере. Например, выдача

заемщикам консорциальных кредитов, проектное (спонсорское) финансирование крупных проектов, активизация участия банков в формировании финансово-промышленных групп, развитие долгосрочного кредитования капитальных вложений и финансового лизинга.

4. Государство создало условия для обновления в первую очередь парка технологического оборудования, в том числе для притока высокоэффективного оборудования из-за рубежа (освобождается от обложения НДС при вносе в уставный капитал, а также имеет ряд льгот по уплате таможенного тарифа); быстрой окупаемости капиталоемких проектов (за счет ускоренной амортизации основных средств).
5. Иностранным инвесторам предоставлен ряд дополнительных льгот по сравнению с отечественными. Им предоставлены дополнительные гарантии сохранения налогового климата, так как значительные средства российских предприятий были вывезены из страны и государство старается создать условия для их возврата.
6. Государство поддерживает две категории организаций: финансово-промышленные группы и предприятия малого бизнеса. Тем и другим создан льготный режим амортизации основных средств.
7. Государство особо поддерживает реализацию крупных инвестиционных проектов в сфере добычи полезных ископаемых, в первую очередь нефти и газа. Доходы от таких проектов обеспечивают основную долю валютных поступлений в Российскую Федерацию.

Вопросы для самоконтроля

1. Раскройте роль государства в инвестиционном процессе.
2. Назовите основные аспекты налоговой политики государства в сфере инвестирования.
3. В чем заключается амортизационная политика государства в инвестиционной сфере?
4. Раскройте понятие «приоритетный инвестиционный проект».
5. Приведите условия предоставления инвестиционного налогового кредита.
6. В каком порядке начисляют амортизацию в налоговом учете?
7. Назовите формы прямого участия государства в инвестиционном процессе.

Глава 3

ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

3.1. Содержание, цель и задачи управления портфелем реальных инвестиций

Инвестиционный портфель предприятия представляет собой набор входящих в него реальных проектов и программ, принятых к рассмотрению на предмет реализации. Ключевой целью управления им является наиболее эффективная реализация инвестиционной стратегии предприятия на различных этапах его развития. Формируя портфель, инвестор должен найти ответы на следующие вопросы в рамках выбранной им инвестиционной стратегии. Какие конкретные проекты следует принять предприятию? Каков общий объем капитальных вложений необходимо предусмотреть в инвестиционном плане и бюджете? Из каких источников может финансироваться инвестиционный портфель предприятия?

Ответы на данные вопросы тесно связаны. Проблема не сводится к обычному решению того, какие виды капитальных затрат финансировать из имеющихся источников средств, поскольку объем привлечения заемных средств находится под контролем руководства предприятия. Поэтому решения о выборе инвестиционного проекта и источниках его финансирования в идеальном случае должны приниматься одновременно. Аналогично критерий отбора проекта не может быть установлен без учета стоимости капитала (собственного и привлеченного с финансового рынка), необходимого для его реализации. Анализ эффективности сформированного инвестиционного портфеля позволяет дать правильные ответы на эти вопросы.

При управлении портфелем реальных инвестиций необходимо учитывать следующие особенности капитальных вложений.

1. Их осуществление сопряжено со значительными материальными и денежными затратами.
2. Отдача от капиталовложений может быть получена в течение ряда лет в будущем.
3. В прогнозе результатов капиталовложений обязательно присутствуют элементы риска и неопределенности.
4. Те инвестиции, которые обычно рассматривают как капитальные вложения, предполагают расширение производственных мощностей, приобретение нового оборудования или иные капитальные затраты, непосредственно связанные с повышением способности предприятия достичь своих стратегических и тактических целей.

В процессе достижения ключевой цели инвестиционной деятельности решают ряд задач.

1. Повышение темпов экономического развития предприятия. Между эффективностью инвестиционной политики и темпами экономического развития предприятия существует прямая связь. Чем выше объем продаж и прибыли, тем больше при прочих равных условиях остается средств на капиталовложения. На практике это условие не всегда соблюдается. Многое зависит от цен на приобретаемые материально-технические ресурсы, уровня налогообложения прибыли, средней процентной ставки за кредит на рынке капитала, принятой предприятием нормы распределения чистой прибыли на развитие производства и выплату дивидендов акционерам и от иных факторов. Если эти факторы в период реализации инвестиционной политики относительно стабильны, тогда при увеличении объема продаж предприятие сможет оставить в своем распоряжении большую массу чистой прибыли и направить ее на цели накопления основного капитала, т. е. на капиталовложения.
2. Максимизация прибыли (дохода) от инвестиционной деятельности. Возможности экономического развития предприятия зависят от объемов не бухгалтерской, а чистой прибыли, остающейся после налогообложения. Поэтому при наличии в портфеле нескольких инвестиционных проектов рекомендуют выбирать проект, который обеспечивает инвестору наибольшую норму чистой прибыли на вложенный капитал. В инвестиционном анализе для оценки эффективности инвестиций используют не только показатель чистой прибыли, но и амортизационные отчисления, т. е. учитывают весь денежный поток, генерируемый проектом.
3. Минимизация рисков. Инвестиционные риски многообразны и сопутствуют всем видам инвестирования. При неблагоприятных условиях они могут вызвать не только потерю прибыли (дохода) от инвестиций, но и всего авансированного капитала или его части. Поэтому рекомендуется ограничивать инвестиционные риски путем отказа от реализации наиболее рискованных проектов. Во многих случаях инвесторы фактически игнорируют риск, по крайней мере при формальном анализе проекта. Результаты анализа часто принимают форму однозначных оценок, а риск учитывают интуитивно. Например, проект обещает принести чистый дисконтированный доход в сумме 10 млн руб., однако его отвергают, так как при обсуждении руководители предприятия пришли к выводу, что проект слишком рискованный. Сущность однозначного подхода заключается в том, что не делают реальных попыток количественной оценки проектного риска (например, с помощью расчета разброса ожидаемого дохода от проекта). Такой подход мог бы быть оправданным, если ничего нельзя было сделать,

кроме однозначного прогноза. Например, использование подобного прогноза могло бы быть желательным, если бы дирекция предприятия не имела реального представления о величине и возможном направлении отклонений от ее оценок. Часто руководство предприятия имеет особое мнение по поводу рискованности проекта, отличное от мнения его инициатора. Включение этого мнения в оценку проекта может обеспечить лучшее решение хотя бы потому, что оно позволит инициатору проекта рассмотреть больший объем относящейся к нему информации. Кроме того, процесс формирования такой информации может заставить предприятие подходить к принятию инвестиционных решений с более реальных позиций. Главный недостаток метода однозначной оценки состоит в том, что он не дает наиболее вероятного значения конечного результата от проекта. Данный недостаток заставляет многих руководителей искать другие методы оценки неопределенности (например, методы математической статистики, аналогов и др.).

4. Обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия. Капитальное инвестирование связано с отвлечением финансовых ресурсов в больших размерах и на длительный срок, что может привести к дефициту ликвидных средств для расчетов по текущим хозяйственным операциям. Кроме того, финансирование отдельных проектов осуществляют за счет привлеченных заемных средств. Резкое увеличение последних в пассиве баланса предприятия способно привести к потере финансовой устойчивости в долгосрочном периоде. Поэтому, определяя источники финансирования капиталовложений, следует заранее прогнозировать, какое влияние схема финансирования окажет на финансовое равновесие предприятия.

Основные объекты наблюдения за финансовым состоянием предприятия в процессе капитального инвестирования следующие:

- чистый денежный поток от всех видов деятельности (приток денежных средств минус их отток);
- структура капитала (соотношение между собственным и привлеченным капиталом);
- рыночная стоимость (цена) предприятия;
- состав долгосрочных и краткосрочных обязательств по срокам погашения;
- состав и структура активов;
- состав текущих (эксплуатационных) расходов и возможности их снижения;
- степень концентрации финансовых операций в зонах повышенного риска;
- динамика дебиторской и кредиторской задолженности;

- эффективность внедрения финансового и инвестиционного менеджмента;
- продолжительность осуществления строительно-монтажных работ и выполнение графиков их производства;
- уровень освоения производственных мощностей по вновь введенным объектам и пусковым комплексам;
- обеспеченность строительного процесса необходимым финансированием (как внутренним, так и внешним).

5. Ускорение реализации инвестиционных проектов. Намечаемые к реализации проекты должны быть выполнены как можно быстрее, поскольку тем самым достигается:

- ускорение экономического развития предприятия в целом;
- скорейшее формирование дополнительного денежного потока в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений, который служит источником возмещения первоначальных инвестиций;
- сокращение сроков использования заемных средств, что позволяет инвестору экономить на процентных платежах кредиторам;
- снижение инвестиционных рисков, связанных с неблагоприятным изменением рыночной конъюнктуры, а также потерь от инфляции.

Все перечисленные задачи управления инвестиционным портфелем тесно взаимосвязаны. Так, высоких темпов развития предприятия можно достигнуть за счет подбора высокодоходных проектов и ускорения их реализации. В свою очередь, максимизация прибыли (дохода) от инвестиций сопровождается ростом инвестиционных рисков, что требует их нейтрализации. Минимизация данных рисков выступает важнейшим условием обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в процессе инвестиционной деятельности. Следовательно, приоритетной задачей управления инвестиционным портфелем является не максимизация прибыли от проектов, а обеспечение высоких темпов экономического развития предприятия при достаточной его финансовой стабильности.

С учетом перечисленных выше задач определяют программу действий по формированию и реализации портфеля реальных инвестиций. Она заключается в следующем:

- исследование внешней инвестиционной среды и прогнозирование конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров;
- разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности предприятий;

- определение стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранной стратегии;
- поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных проектов по критериям доходности, безопасности, ликвидности и окупаемости капитальных затрат и отбор наиболее приоритетных из них;
- формирование инвестиционного портфеля и его анализ по выбранным критериям эффективности;
- текущее планирование и оперативное управление процессом реализации проектов (составление календарных планов и бюджетов реализации проектов);
- подготовка решений о выходе из неэффективных инвестиционных проектов и реинвестировании высвобождающегося капитала.

Если фактическая эффективность инвестиционного портфеля окажется ниже ожидаемой, то принимают решение о выходе из проекта и определяют формы такого выхода (продажа активов, акционирование и т. д.). Только после этого подбирают новые высокоэффективные проекты, отвечающие интересам инвестора.

Вопросы для самоконтроля

1. Дайте определение инвестиционного портфеля предприятия.
2. Какие задачи решают при управлении портфелем реальных инвестиций?
3. В чем заключается взаимосвязь задач, решаемых при управлении инвестиционным портфелем предприятия?

3.2. Правила инвестирования

Наиболее общими условиями успеха во всех формах инвестирования являются:

- сбор необходимой информации;
- прогнозирование перспектив рыночной конъюнктуры по интересующим инвестора объектам;
- выбор стратегии поведения на рынке инвестиционных товаров;
- гибкая текущая корректировка инвестиционной тактики, а подчас и стратегии.

Выбор наиболее эффективного способа инвестирования начинается с четкого определения возможных вариантов.

Альтернативные проекты поочередно сравнивают друг с другом и выбирают наилучший из них с точки зрения доходности, безопасности и надежности. При решении вопроса об инвестировании целесообразно определить, куда выгоднее вкладывать капитал: в производство, недвижимость, ценные бумаги, приобретение товаров для перепродажи или в валюту. Поэтому при инвестировании рекомендуют соблюдать следующие правила, выработанные практикой.

1. Принцип финансового соотношения сроков («золотое банковское правило») гласит: получение и расходование средств должны происходить в установленные сроки, а капитальные вложения с длительными сроками окупаемости целесообразно финансировать за счет долгосрочных заемных средств (долгосрочных банковских кредитов и облигационных займов с длительными сроками погашения).
2. Принцип сбалансированности рисков — особенно рискованные инвестиции целесообразно финансировать за счет собственных средств (чистой прибыли и амортизационных отчислений). В данном случае предприятие соблюдает принцип самофинансирования и не связывает себя дополнительными долговыми обязательствами.
3. Правило предельной рентабельности — рекомендуют выбирать такие капитальные вложения, которые обеспечивают инвестору достижение максимальной (предельной) доходности. Западные ученые-экономисты полагают, что стремление компании максимизировать прибыль (следовательно, норму доходности на капитал) равносильно желанию руководства увеличить благосостояние акционеров¹⁰. Поясним данное утверждение. Большинство целей, которые противоречат максимизации прибыли, являются фактически второстепенными. Акционеры как владельцы компании обязаны знать, какую цену заплатят они за достижение других целей (например, лидерство в конкурентной борьбе). Кроме того, дирекция компании отчитывается перед акционерами. Если деятельность руководства не принесет им приемлемой прибыли на вложенный капитал, то оно может быть заменено, или фирма станет объектом поглощения. Следовательно, критерий принятия инвестиционных решений на основе максимизации прибыли может быть использован для оценки эффективности работы компании (если абстрагироваться от последующего распределения прибыли). Это особенно важно, так как до настоящего времени не было предложено более наглядного способа измерения эффективности компании и иной альтернативной цели, обеспечивающей долгосрочное благосостояние акционеров и общества в целом.

¹⁰ *М. Бромвич. Анализ экономической эффективности капиталовложений / Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1996. С. 37.*

4. Чистая прибыль от данного вложения капитала должна превышать ее величину от помещения денежных средств на банковский депозит, т. е.:

$$P_u \succ C_{\partial n}, \quad (3.1)$$

где P_u — рентабельность инвестиций, %; $C_{\partial n}$ — ставка депозитного процента, учитывающая темп инфляции, %.

$$P_u = \frac{ЧП}{И} \times 100, \quad (3.2)$$

где $ЧП$ — чистая прибыль, полученная от инвестирования средств в конкретный проект; $И$ — объем инвестированных средств.

5. Рентабельность инвестиций всегда должна быть выше среднегодового темпа инфляции:

$$P_u \succ T_u, \quad (3.3)$$

где T_u — среднегодовой темп инфляции, %.

6. Рентабельность конкретного инвестиционного проекта с учетом фактора времени (временной стоимости денег) всегда больше доходности альтернативных проектов.

7. Рентабельность активов предприятия после реализации проекта увеличивается и в любом случае превышает среднюю ставку банковского процента:

$$P_a \succ \overline{СП}, \quad (3.4)$$

где P_a — рентабельность активов, %; $\overline{СП}$ — средняя ставка банковского процента на кредитном рынке, %.

8. Рассмотренный проект должен соответствовать главной стратегии поведения предприятия на товарном рынке с точки зрения формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроков окупаемости инвестиционных затрат, наличия финансовых источников покрытия издержек производства и обращения и обеспечения стабильности поступления доходов в течение периода эксплуатации проекта.

Инвестиции в реальные проекты — длительный по времени процесс. Поэтому при их оценке необходимо учитывать:

- а) рискованность проектов — чем длиннее срок окупаемости затрат, тем выше инвестиционный риск;
- б) временную стоимость денег, так как с течением времени деньги теряют свою ценность вследствие инфляции;
- в) привлекательность проекта по сравнению с альтернативными вариантами вложения капитала с точки зрения максимизации дохода и роста курсовой стоимости акций компании при минимальном уровне риска, так как эта цель для инвестора определяющая.

Используя указанные правила на практике, инвестор может принять обоснованное решение, отвечающее его стратегическим целям.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите общие условия успеха во всех формах инвестирования.
2. Назовите основные правила инвестирования.
3. Какие факторы учитывают при оценке инвестиций в реальные проекты?

3.3. Цена и определение средневзвешенной стоимости капитала

Каждому предприятию необходимы денежные средства, чтобы финансировать свою производственно-торговую деятельность. Исходя из продолжительности функционирования в данной конкретной форме активы и пассивы классифицируют на краткосрочные и долгосрочные.

Мобилизация того или иного источника средств связана для предприятия с определенными расходами:

- акционерам следует выплачивать дивиденды;
- владельцам корпоративных облигаций — проценты;
- банкам — проценты за предоставленные ими кредиты и др.

Общую величину средств, которую следует уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженную в процентах к этому объему, называют «ценой капитала». В идеальном случае предполагается, что оборотные активы финансируют за счет краткосрочных обязательств, а внеоборотные — за счет долгосрочных обязательств. Поэтому оптимизируется общая сумма затрат на привлечение различных источников.

Концепция «цены» является ключевой в теории капитала. Она характеризует ту норму доходности инвестируемого капитала, которую должно обеспечить предприятие, чтобы не снизить свою рыночную стоимость.

На практике следует различать два понятия.

1. Цена капитала данного предприятия.

3. Цена действующего предприятия в целом как хозяйствующего субъекта на рынке капитала.

Первое понятие количественно выражают в сложившихся на предприятии относительных годовых расходах по обслуживанию долга перед собственниками (акционерами) и кредиторами. Второе выражают различными параметрами, в частности стоимостью активов, объемом собственного капитала, прибыли и др. Оба понятия количественно взаимосвязаны. Так, если предприятие участвует в реализации инвестиционного проекта, рентабельность которого ниже «цены» капитала, то стоимость компании после завершения данного проекта понизится. Поэтому менеджеры компании учитывают «цену» капитала в процессе принятия инвестиционных решений. В пассиве баланса показывают как собственные, так и заемные источники средств. Структура данных источников существенно различается по видам предприятий, отраслям хозяйства, формам собственности и сферам предпринимательской деятельности. Неодинакова также цена каждого источника средств, поэтому «цену» (стоимость) капитала предприятия исчисляют обычно по средней арифметической взвешенной.

Основная сложность заключается в вычислении стоимости единицы капитала, полученного за счет конкретного источника средств. Для некоторых источников «цену» капитала можно определить достаточно точно (например, цена акционерного капитала, банковского кредита, облигационного займа и т. д.). По другим источникам средств выполнить такие расчеты довольно сложно (например, по нераспределенной прибыли, кредиторской задолженности и др.). По внешнему признаку нераспределенная (реинвестируемая) прибыль кажется бесплатным источником финансирования предприятия, но это не так. Нераспределенная прибыль принадлежит собственникам (акционерам) предприятия. Именно они решают, вложить ли ее в производство или направить на выплату дивидендов. Поэтому нераспределенную прибыль следует рассматривать как элемент капитала, вкладывая в который свои деньги, акционеры хотели бы получить дополнительный доход. Поэтому стоимость нераспределенной прибыли совпадает с ценой капитала, полученного от размещения обыкновенных акций. Предприятие несет дополнительные затраты, связанные с выпуском и размещением нового выпуска обыкновенных акций. При мобилизации внутреннего источника финансирования в форме нераспределенной прибыли такие затраты отсутствуют. Тогда можно записать:

$$C_{np} \geq C_{oa} \quad (3.5)$$

где C_{np} — цена (стоимость) нераспределенной прибыли; C_{oa} — цена (стоимость) привлечения акционерного капитала в форме дополнительной эмиссии обыкновенных акций.

Зная даже ориентировочную величину «цены» капитала, можно осуществить сравнительный анализ эффективности авансированных средств, включая оценку инвестиционных проектов.

Средневзвешенная стоимость капитала (ССК) представляет собой минимальную норму прибыли, которую ожидают инвесторы от своих вложений. Выбранные для реализации проекты должны обеспечивать хотя бы не меньшую рентабельность, чем ССК. Рассчитывают ССК как средневзвешенную величину из индивидуальных стоимостей (цен), в которые обходится предприятию привлечение различных видов источников средств.

1. Акционерного капитала, состоящего из стоимости обыкновенных и привилегированных акций (префакций).
2. Облигационных займов.
3. Банковских кредитов.
4. Кредиторской задолженности и др.

Стандартная формула для вычисления ССК следующая:

$$ССК = \sum_{i=1}^n C_i \times U_i \quad (3.6)$$

где C_i — цена i -того источника средств, %; U_i — удельный вес i -го источника средств в общем объеме капитала, доли единицы.

Первый этап в определении ССК — вычисление индивидуальных стоимостей перечисленных видов финансовых ресурсов. Второй этап — перемножение каждой из полученных цен на удельный вес ресурса в общей сумме источников средств. Третий этап — суммирование полученных результатов.

С точки зрения риска ССК определяют как безрисковую часть нормы прибыли на вложенный капитал, которая обычно равна средней норме доходности по облигациям федеральных и субфедеральных займов.

Концепция ССК многогранна и связана с многочисленными вычислениями. В повседневной практике возможен экспресс-анализ, в котором за ССК принимают среднюю ставку банковского процента (на региональном или российском кредитном рынке). Такой подход вполне логичен, так как при выборе варианта инвестирования ожидаемая норма прибыли (рентабельность

инвестиций) должна быть выше, т. е. $P_u > СП$. ССК используют в инвестиционном анализе при отборе проектов к реализации:

1. Для дисконтирования денежных потоков в целях исчисления чистой текущей стоимости (ЧТС) проектов. Если $ЧТС > 0$, то проект допускают к дальнейшему рассмотрению.

2. При сопоставлении с внутренней нормой доходности (ВНД) проектов.

Если $ВНД > ССК$, то проект может быть осуществлен как обеспечивающий удовлетворение интересов инвесторов и кредиторов. При условии $ВНД = ССК$ предприятие безразлично к данному проекту. При условии $ВНД < ССК$ проект отвергают.

Расчет ССК приведен в табл. 3.1.

Таблица 3.1. Расчет ССК по акционерной компании

Источники средств	Средняя стоимость источника для компании, среднегодовой процент	Удельный вес источника в пассиве баланса,
Обыкновенные акции	28	0,50
Привилегированные акции	15	0,10
Корпоративные облигации	20	0,05
Краткосрочные кредиты банков	30	0,20
Кредиторская задолженность	10	0,15
ИТОГО	-	1,0

Из ее данных следует, что $ССК = 24\%$ ($28 \times 0,5 + 15 \times 0,1 + 20 \times 0,05 + 30 \times 0,2 + 10 \times 0,15$). Учетная ставка Центрального банка России в 2001 г. составляла 25%. Следовательно, привлечение капитала в указанных выше пропорциях для компании выгодно, так как $ССК < СП$ ($24\% < 25\%$).

Определив ССК, можно переходить к оценке инвестиционных проектов, имея в виду, что рентабельность инвестиций должна быть выше средневзвешенной стоимости капитала (ССК).

Вопросы для самоконтроля

1. Что характеризует цена капитала любого предприятия?
2. Что показывает цена действующего предприятия в целом?
3. Приведите методику расчета средневзвешенной стоимости капитала.

3.4. Бизнес-план инвестиционного проекта

Для определения состава и сроков осуществления различных мероприятий в рамках инвестиционной политики и обеспечения их финансовыми ресурсами предприятия разрабатывают бизнес-планы инвестиционных проектов, которые после проведения экспертизы утверждаются их дирекцией и служат руководством для практической деятельности.

Бизнес-план представляет собой стандартный для индустриально развитых стран документ, в котором подробно обоснована концепция реального инвестиционного проекта и приведены его основные параметры. Этот документ представляет собой своеобразный программный продукт, содержащий информацию в зафиксированном виде и специально предназначенный для ее передачи пользователям во времени и пространстве.

Бизнес-план предназначен для доведения деловой информации до всех заинтересованных участников инвестиционного проекта: потенциальных инвесторов и кредиторов, экспертов, местной администрации и т. д. Понимание бизнес-плана как документа связано также с закрытостью всей содержащейся в нем информации, что подтверждается соответствующей записью ответственных лиц. Прежде всего бизнес-план используют для обоснования долгосрочных инвестиционных решений, связанных с мобилизацией внешних источников финансирования для осуществления выпуска новой продукции посредством создания новых производственных мощностей или увеличения ее изготовления на базе технического перевооружения или реконструкции действующего производства.

Главное здесь состоит в том, что в бизнес-плане во всех случаях дают обоснование инвестиций в реальные активы — здания, сооружения, машины и оборудование и др. При его разработке руководствуются принципами комплексности и системности. Комплексность означает полноту содержащейся в бизнес-плане информации (экономической, технической, маркетинговой, правовой, финансовой и др.). Системность предполагает изложение по определенной схеме (системе, построенной в соответствии с внутренней логикой описания проекта и доказательства эффективности его реализации потенциальным инвестором). Слово «бизнес» выражает учет рыночного окружения производственно-коммерческой деятельности предприятия, реализующего инвестиционный проект.

Современная практика свидетельствует о том, что предприятие для осуществления реального инвестирования должно иметь четкое представление о следующих ключевых параметрах:

- масштаб своей производственной и коммерческой деятельности;
- сырьевое, техническое и кадровое обеспечение своего проекта;
- объемы необходимых капитальных вложений и сроках их возврата;
- финансовые ресурсы, привлекаемые для реализации проекта;
- риски, связанные с данным проектом, и способах защиты от них.

Наряду с перечисленными показателями существенное значение для разработки бизнес-плана имеют сведения об экономическом окружении проекта. В состав этих сведений обычно включают:

- прогнозную оценку общего индекса инфляции и прогноз абсолютного или относительного (по отношению к общему индексу инфляции) изменения цен на отдельные продукты (услуги) и ресурсы на весь период реализации проекта;
- прогноз изменения обменного курса валюты или индекса внутренней инфляции иностранной валюты на весь период реализации проекта;
- сведения о системе налогообложения (налогооблагаемая база, ставка налога, периодичность выплат налога, льготы по налогу, распределение налоговых платежей между бюджетами различных уровней).

В инвестиционном проектировании потребность в оценке финансового состояния предприятий возникает, когда:

- в проектных материалах необходимо отразить устойчивое финансовое положение участника проекта, его способность выполнять принимаемые на себя финансовые обязательства;
- оценивают эффективность проекта, реализуемого на действующем предприятии. В данном случае анализ проводят по предприятию в целом, чтобы убедиться в том, что реализация проекта не ухудшит финансовое состояние предприятия.

Такую оценку осуществляют по данным бухгалтерской отчетности за предшествующий период с помощью стандартных финансовых коэффициентов — ликвидности, платежеспособности, оборачиваемости активов и рентабельности активов, собственного капитала и объема продаж. Методика такого анализа изложена в специальной финансовой литературе¹¹.

По результатам анализа финансово-экономического состояния предприятия другие инвесторы (кредитующие банки, лизингодатели, органы государственного управления и т. д.) принимают решения об участии в

¹¹ Бочаров В. В. Финансовый анализ: Учеб. пособие. СПб.: Питер, 2001; Ефимова О. В. Финансовый анализ. М.: Бухгалтерский учет, 1999; Шеремет А. Д., Негашиев Е. В. Методика финансового анализа: Учеб. пособие. М.: Инфра-М, 2000 и др.

проекте или о финансовой поддержке инициатора проекта. При оценке финансового состояния предприятия учитывают также его кредитную историю. Если проект предполагает создание нового юридического лица в форме акционерного общества, то необходима предварительная информация о его акционерах и размере намечаемого акционерного капитала.

Подходы к разработке и изложению бизнес-плана дифференцируют исходя из характера инвестиционных проектов. Для крупных проектов, требующих значительных объемов капиталовложений, а также для проектов, связанных с производством и внедрением на рынок принципиально новой продукции, составляют развернутый бизнес-план. Для небольших проектов достаточно разработать краткий вариант этого документа (10-15 страниц).

В деловой практике сложились определенные требования к этому документу, соблюдение которых делает его наглядным и удобным в применении. К таким требованиям можно отнести:

- целевую направленность, так как бизнес-план должен отражать конечную цель осуществления инвестиционного проекта;
- многофункциональное назначение, так как его информацией могут пользоваться различные категории заинтересованных лиц;
- краткость и логичность изложения информативного материала (текста, расчетов, рисунков и таблиц);
- достоверность проводимой в этом документе информации, поскольку все его положения и выводы должны базироваться на собственных исследованиях инициатора проекта и внешних информативных источниках;
- строгую последовательность изложения материала, которая является общепринятой и приведена ниже в форме отдельных разделов, каждый из которых характеризует различные аспекты инвестиционного проекта.

Бизнес-план инвестиционного проекта может иметь следующую примерную структуру:

- титульный лист;
- вводная часть (резюме);
- обзор состояния отрасли, к которой относится предприятие;
- производственный план (продукция, услуги и др.);
- анализ рынка и план маркетинга;
- организационный план;
- оценка риска и страхование инвестиций;
- финансовый план;
- стратегия финансирования;
- оценка экономической эффективности затрат, осуществленных в ходе реализации проекта;
- приложения.

Финансовый план является одним из ключевых разделов бизнес-плана¹². К его разработке следует подойти особенно тщательно, так как он помогает ответить на главный вопрос, интересующий инвестора:

когда и в каких формах будет обеспечен возврат инвестируемого капитала?

Рассматриваемый раздел бизнес-плана отражает результат ряда расчетов (шагов). Например, календарный план денежных потоков (график поступления и расходования денежных средств в ходе реализации инвестиционного проекта) включает три блока расчетов, относящихся к производственно-сбытовой, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия. Расчеты по каждому блоку завершают определением сальдо притока и оттока денежных средств, а именно:

- сальдо производственно-сбытовой деятельности — суммы чистой прибыли и амортизационных отчислений по годам;
- сальдо инвестиционной деятельности образуется вычитанием полного объема инвестиций из инвестируемых собственных средств предприятия (кроме реинвестируемых чистой прибыли и амортизации);
- сальдо финансовой деятельности равно разности между суммой заемных средств (включая продажу акций, выпущенных для реализации инвестиционного проекта) и суммой средств, необходимых для погашения долга, уплаты процентов и выплаты дивидендов акционерам.

Условием успеха инвестиционного проекта служит положительное значение общего сальдо денежного потока, которое находят суммированием итоговых сальдо производственно-сбытовой, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Следовательно, для предприятия, осуществляющего инвестиционный проект, экономический эффект от его реализации определяют суммой годовых значений общего сальдо за расчетный период.

Сопоставимость разновременных платежей и поступлений в период осуществления инвестиционной политики достигается за счет приведения их к первому (базовому) году, т. е. на основе дисконтирования. Дисконтирование денежных потоков (платежей и поступлений) и определение их сальдо необходимо для более обоснованной оценки будущего эффекта реализации инвестиций (в форме чистого дисконтированного дохода — ЧДД).

Стратегия финансирования инвестиционного проекта завершает изложение финансового раздела бизнес-плана. Реальные проекты в рамках инвестиционной политики предприятия целесообразно согласовывать между собой по объемам выделяемых финансовых ресурсов и срокам реализации

¹² Остальные разделы бизнес-плана подробно освещены в специальной литературе по бизнес-планированию.

исходя из критерия достижения максимального общего экономического эффекта, получаемого в процессе инвестирования.

Собственные средства, направляемые на финансирование инвестиционной деятельности, могут состоять из:

- свободных денежных средств, находящихся на счетах предприятия в банках к началу реализации инвестиционных проектов;
- части дохода в форме чистой прибыли и амортизации, реинвестируемой в процессе осуществления инвестиционных проектов;
- денежных средств от реализации излишнего и выбывшего имущества и недоамортизированных основных средств предприятия при перепрофилировании его производства;
- средств, полученных от дополнительной эмиссии акций предприятия, и др.

Выбор варианта привлечения кредитов и займов как источников финансирования инвестиционных проектов (объем привлекаемых средств, процентная ставка по кредитам и займам, начало и конец выплаты процентов и погашения основного долга по ним) ориентирует на получение максимального экономического эффекта от собственных средств, направляемых на цели инвестирования.

Оценку результативности затрат, осуществляемых в ходе реализации проекта, производят по показателям коммерческой и бюджетной эффективности. Важнейшей характеристикой коммерческой эффективности проектов является срок (период) окупаемости капитальных затрат (в годах или месяцах), а бюджетной эффективности — отношение объема поступлений в бюджет к объему ассигнований из бюджета.

Срок окупаемости собственных средств, направляемых на финансирование инвестиционного проекта, равен периоду от начала предоставления средств до момента, когда объем собственных средств сравняется с накопленной суммой амортизации и остатка прибыли (после уплаты налогов, погашения кредитов, выплат процентов по ссудам и дивидендов по акциям).

Срок окупаемости инвестиционного проекта в целом (затрат за счет всех источников финансирования) равен периоду от начала инвестирования до момента, когда объем капиталовложений сравняется с суммарным объемом амортизационных отчислений и чистой прибыли.

В случае привлечения различных источников финансирования объектов, возводимых в рамках инвестиционной программы предприятия, предусматривают приемлемое для всех партнеров (участников) распределение платежей на протяжении периода реализации проектов. В

случае привлечения заемных средств обеспечивают минимальные процентные платежи и максимальные сроки их погашения.

Разработка бизнес-планов инвестиционных проектов тесно связана с выбранной предприятием стратегией управления портфелем реальных инвестиций.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите основные параметры, используемые при разработке бизнес-плана проекта.
2. Какие разделы входят в состав бизнес-плана проекта?
3. Приведите ключевые показатели коммерческой и бюджетной эффективности инвестиционных проектов.

3.5. Основные принципы принятия долгосрочных инвестиционных решений

Наиболее важный этап в процессе принятия инвестиционных решений — оценка эффективности реальных инвестиций (капитальных вложений). От правильности и объективности такой оценки зависят сроки возврата вложенного капитала и перспективы развития предприятия.

Рассмотрим важнейшие принципы, применяемые в международной и отечественной практике для оценки эффективности инвестиций.

Первым из таких принципов является оценка возврата вложенных средств на основе показателя денежного потока, формируемого за счет прибыли и амортизационных отчислений. Показатель денежного потока можно применять для оценки результативности проекта с дифференциацией по отдельным годам эксплуатации объекта или как среднегодовой.

Вторым принципом оценки является обязательное приведение к настоящей стоимости как вложенного капитала, так и величины денежного потока. Это связано с тем, что процесс инвестирования осуществляется не одномоментно, а проходит ряд этапов, отражаемых в бизнес-плане. Аналогично следует приводить к настоящей стоимости и сумму денежного потока по отдельным периодам его формирования.

Третьим принципом оценки является выбор дифференцированного процента (дисконта) в процессе дисконтирования денежного потока для различных инвестиционных проектов. Размер дохода от инвестиций (в форме денежного потока) образуется с учетом следующих факторов:

- средняя реальная дисконтная ставка;
- темп инфляции (премия за нее);
- премия за инвестиционный риск;
- премия за низкую ликвидность инвестиций (при долгосрочном вложении капитала).

С учетом этих факторов при сравнении проектов с различными уровнями риска должны применяться при дисконтировании неодинаковые ставки

процента. Более высокую ставку процента обычно применяют по проектам с большим уровнем риска. Аналогично при сравнении проектов с различными общими периодами инвестирования (ликвидностью инвестиций) более высокая ставка процента должна применяться по проекту с более длительным сроком реализации.

Четвертый принцип заключается в том, что выбирают различные вариации форм используемой ставки процента для дисконтирования денежных потоков, исходя из целей оценки. Для определения различных показателей эффективности проектов в качестве дисконтной ставки можно выбирать:

- среднюю депозитную или кредитную ставку (по рублевым или валютным кредитам);
- индивидуальную норму прибыльности (доходности), которая требуется инвестору, с учетом темпа инфляции, уровня риска и ликвидности инвестиций;
- норму доходности по текущей (эксплуатационной) деятельности;
- альтернативную норму доходности по другим аналогичным проектам;
- среднюю норму доходности по облигациям федерального и субфедеральных займов и др.

Норму дисконта (дисконтную ставку) выражают в процентах или долях единицы.

Наряду с указанными основными существует ряд более частных принципов, которые рекомендуют учитывать в процессе принятия инвестиционных решений. Они помогают избежать нежелательных ошибок в расчетах показателей проектов. К таким принципам можно отнести:

1. Рассмотрение и анализ проекта на протяжении всего жизненного цикла (расчетного периода) — от проведения прединвестиционных исследований до прекращения проекта.
2. Моделирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и расходы за расчетный период, с учетом возможности использования различных валют.
3. Сопоставимость условий сравнения различных проектов (вариантов проекта).
4. Принцип положительности и максимума эффекта. Чтобы проект был признан инвестором эффективным, необходимо, чтобы эффект от его реализации (доход или прибыль) был положительным. При сравнении ряда альтернативных проектов предпочтение отдают проекту с максимальным значением эффекта.

5. Учет фактора времени при оценке проекта, включая динамичность (изменения по времени) параметров проекта и его экономического окружения. Учитываются также разрывы во времени (лаги) между производством продукции или поступлением ресурсов и их оплатой. Принимают во внимание неравноценность разновременных затрат и результатов (предпочтительность более ранних результатов и более поздних затрат).
6. Учет только предстоящих расходов и поступлений. При расчетах показателей эффективности (доходности и периода окупаемости) должны учитываться только предстоящие в ходе осуществления проекта расходы и поступления, включая затраты, связанные с привлечением ранее созданных основных средств, а также возможные потери, непосредственно вызванные реализацией проекта (например, от прекращения действующего производства в связи с созданием на его месте нового). Ранее созданные ресурсы, используемые в проекте, оценивают не затратами на их создание, а альтернативной стоимостью (opportunity cost). Она характеризует максимальное значение упущенной выгоды, связанной с их возможным альтернативным использованием. Прошлые, уже произведенные затраты, не обеспечивающие возможности получения альтернативных (вне данного проекта) доходов в будущем, в денежных потоках не учитывают, и на значение показателей эффективности они не влияют.
7. Сравнение «с проектом» и «без проекта». Оценка эффективности инвестиционного проекта осуществляют сравнением ситуаций не «до проекта» и «после проекта», а «без проекта» и «с проектом».
8. Учет всех наиболее существенных последствий (экономических, экологических, социальных и др.).
9. Учет наличия различных участников проекта, несовпадения их интересов и неодинаковых оценок стоимости капитала, что выражается индивидуальными значениями нормы дисконта.
10. Многоэтапность оценки на стадиях обоснования капитальных вложений, разработки технико-экономических обоснований (ТЭО), выбора схемы финансирования, мониторинга и т. д. На каждой стадии стоимость проекта определяют заново или уточняют.
11. Учет при разработке проекта факторов инфляции и риска, а также возможности использования при его реализации нескольких валют. Учет инфляции осуществляют с использованием:
 - общего индекса внутренней рублевой инфляции, определяемого с учетом

систематического прогноза хода инфляции;

- прогноза валютного курса рубля;
- прогноза внешней инфляции;
- прогноза изменения во времени цен на продукцию и ресурсы, в том числе на энергоресурсы, материалы, оборудование, строительно-монтажные работы и др.;
- прогнозов ставок налогов, пошлин, ставки рефинансирования Центрального банка РФ и других финансовых нормативов государственного регулирования.

12. Учет при оценке эффективности проекта потребности в оборотном капитале для вновь создаваемого предприятия. Необходимость детального учета оборотного капитала определяется несколькими факторами:

- типом инвестиционного проекта;
- уровнем прогнозируемой инфляции;
- степенью неопределенности сроков поступления материальных ресурсов и оплаты готовой продукции и др.

Расчеты потребности в оборотном капитале при разработке инвестиционного проекта и оценке его эффективности отличаются от аналогичных финансовых расчетов в текущей деятельности, что связано с различиями в учете затрат на производство и результатов, а также необходимостью более точного учета фактора времени.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите важнейшие принципы принятия инвестиционных решений.
2. Какие факторы влияют на объем дохода от инвестиций?
3. Какие показатели служат базой для выбора дисконтной ставки?

3.6. Критерии эффективности инвестиционных решений

Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов (издания 2000 г.) инвесторам предложено оценивать следующие виды эффективности реальных инвестиций.

1. Эффективность проекта в целом.
2. Эффективность участия в проекте.

Эффективность проекта в целом оценивают для определения его потенциальной привлекательности для возможных участников и поиска источников финансирования.

Она включает в себя:

- а) общественную (социально-экономическую эффективность);
- б) коммерческую эффективность.

Показатели общественной эффективности выражают социальные последствия реализации проекта для общества в целом, включая «внутренние» и «внешние» результаты и затраты. Результатом проекта является

генерируемый им доход, поступающий в распоряжение общества и участников.

Целью отдельных проектов может быть получение общественных благ. Общественные блага — работы и услуги, потребление которыми одними субъектами не препятствует их потреблению другими. Поэтому они не принимают участия в рыночном обороте. Примером таких благ являются защита безопасности границ государства, знания, здоровье граждан и т. д.

На общественную эффективность проекта влияют внешние факторы:

- изменение рыночной стоимости жилых домов (квартир в них) в результате сооружения в непосредственной близости от них крупных промышленных предприятий, автодорог, торговых центров, станций метрополитена;
- увеличение доходов сельскохозяйственных предприятий вследствие строительства новых автодорог в сельской местности (например, за счет снижения потерь завозимых удобрений, быстрого вывоза на элеваторы собранного урожая и т. д.);
- понижение оборотных активов отправителей или получателей грузов в результате реализации транспортными организациями проектов, повышающих среднюю скорость движения транспортных средств, и др.

При определении показателей общественной эффективности инвестиционного проекта целесообразно:

- в денежных потоках отразить стоимостную оценку последствий его реализации в других отраслях народного хозяйства в социальной и экономической сферах;
- в составе оборотных активов учесть только материальные запасы и резервы денежных средств;
- исключить из притока и оттока денежных средств по текущей и финансовой деятельности их составляющие, связанные с получением и погашением кредитов и процентов по ним, предоставленные субсидии, дотации, налоговые и иные трансфертные платежи, при которых финансовые ресурсы передают от одного участника проекта (включая государство) другому;
- производимую продукцию (услуги) и затрачиваемые ресурсы оценить в специальных экономических ценах. Расчет данных цен предполагает исключение из состава рыночных цен всех искажений свободного рынка

(влияния монополистов, трансфертных платежей и др.) и добавление не учтенных в рыночных ценах внешних эффектов и общественных благ;

- импортозамещающую продукцию и импортируемые материалы и оборудование оценить по цене замещаемой продукции плюс затраты на страхование и доставку;
- товары, предназначенные к реализации на внутреннем рынке, а также инфраструктурные услуги (расходы на электроэнергию, газ, воду, транспорт) учесть на основе рыночных цен с НДС.

При расчете общественной эффективности проектов денежные потоки от текущей деятельности складываются из объема продаж и связанных с ними затрат, а также дополнительных поступлений из внешней среды (например, от сторонних организаций).

В денежных потоках от инвестиционной деятельности учитывают:

- вложения в основные средства на всех шагах расчетного периода;
- затраты, связанные с прекращением проекта (например, на восстановление окружающей среды);
- вложения в прирост оборотного капитала;
- доходы от реализации имущества и нематериальных активов.

Для проектов с незначительной величиной оборотного капитала его можно рассчитать укрупненно, в процентах от издержек производства.

Показатели коммерческой эффективности проекта учитывают финансовые последствия его осуществления для участников, реализующих проект (доходы и затраты). Эффективность участия в проекте определяют с целью проверки реализуемости и заинтересованности в нем участников. Она включает:

1. Эффективность участия предприятий в проекте.
2. Эффективность инвестирования в акции предприятия.
3. Эффективность участия в проекте структур более высокого уровня.
4. Региональную и народнохозяйственную эффективность.
5. Отраслевую эффективность — для отдельных отраслей и финансово-промышленных групп, добровольных объединений предприятий и холдингов.
6. Бюджетную эффективность проекта (эффективность участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней).

Эффективность проекта можно оценить как количественными, так и качественными характеристиками.

Эффект проекта показывает превышение результатов реализации проекта над затратами за определенное время.

Показатели эффективности, относящиеся ко всему периоду реализации проекта, называют интегральными (например, чистый дисконтированный

доход, внутренняя норма доходности, период окупаемости капитальных затрат и др.)

Интегральные показатели используют в целях:

- оценки выгодности реализации проекта или участия в нем;
- выявления реальных условий эффективности реализации проекта;
- оценки устойчивости проекта (сохранения его выгодности и реализуемости при случайных колебаниях рыночной конъюнктуры и других внешних условий реализации);
- оценки риска, связанного с реализацией проекта,
- экономической оценки результатов выбора одного из альтернативных проектов (варианта проекта) или выбора группы независимых проектов из заданного перечня при ограниченном объеме инвестиционных ресурсов.

Реализация проекта часто затрагивает интересы структур более высокого уровня по отношению к непосредственным участникам проекта. Данные структуры могут участвовать в осуществлении проекта или косвенно влиять на его реализацию. Крупномасштабные проекты оценивают с точки зрения интересов федеральных и региональных органов власти, а также отраслей экономики, объединений предприятий, холдингов и финансово-промышленных групп.

Расчет ведут по сумме денежных потоков от инвестиционной, текущей и финансовой деятельности. По финансовой деятельности учитывают поступление и выплату кредитов только со стороны среды, внешней по отношению к данной структуре. В денежных потоках не отражают взаиморасчеты между участниками, входящими в рассматриваемую структуру, и расчеты между этими участниками и самой структурой. В то же время учитывают влияние реализации проекта на деятельность рассматриваемой структуры и входящих в нее других (сторонних) предприятий.

Показатели региональной эффективности выражают финансовую значимость проекта с позиции соответствующего региона с учетом его влияния на экономическую, социальную и экологическую обстановку в регионе. Расчет осуществляют в порядке, установленном для определения общественной эффективности проекта. Однако существуют некоторые особенности.

1. Дополнительный эффект в смежных отраслях народного хозяйства, а также социальный и экологический эффекты учитывают только в рамках региона.
2. При определении потребности в оборотных активах учитывают также задержки платежей по расчетам с внешним окружением.

3. Стоимостную оценку производимой продукции и потребляемых ресурсов осуществляют аналогично расчетам общественной эффективности с внесением региональных корректировок.
4. В денежные поступления включают возникающие в связи с реализацией проекта денежные притоки в регион из внешней среды (кредиты, займы, субсидии, дотации, средства иностранных инвесторов и др.).
5. В денежные оттоки включают также возникающие в связи с осуществлением проекта платежи во внешнюю среду (за использованные ресурсы других регионов, погашение полученных кредитов и займов, в федеральный бюджет и т. д.).
6. При наличии необходимой информации учитывают изменения доходов и расходов, связанные с влиянием реализации проекта на деятельность других предприятий и населения региона (косвенные финансовые результаты проекта).

При оценке отраслевой эффективности проекта следует учитывать, что предприятия могут входить в состав более емкой структуры:

- отрасль (подотрасль) народного хозяйства;
- объединение предприятий, образующих единые технологические цепочки;
- финансово-промышленная группа;
- холдинги, связанные отношениями перекрестного акционирования. При

расчете показателей отраслевой эффективности:

- принимают во внимание влияние реализации проекта на затраты и результаты деятельности других предприятий данной отрасли (косвенные отраслевые финансовые результаты проекта);
- в составе затрат предприятий-участников не учитывают отчисления, выплачиваемые ими в отраслевые фонды;
- не учитывают взаиморасчеты между входящими в отрасль предприятиями-участниками;
- исключают проценты по займам, предоставленным отраслевыми фондами предприятиям отрасли — участникам проекта.

Расчеты показателей отраслевой эффективности осуществляют аналогично определению показателей эффективности участия предприятия в проекте.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите параметры, характеризующие эффективность проекта в целом.
2. Приведите показатели, определяющие общественную эффективность проекта.
3. Назовите особенности оценки проектов, в реализации которых принимают участие структуры более высокого уровня.

3.7. Денежные потоки инвестиционного проекта

Эффективность проекта оценивают в течение расчетного периода, включающего временной интервал (лаг) от начала проекта до его прекращения. Начало расчетного периода рекомендуют определять на дату вложения денежных средств в проектно-изыскательские работы. Прекращение реализации проекта может быть следствием:

1. Истощения сырьевых ресурсов.
2. Прекращения производства в связи с изменением требований (норм и стандартов) к выпускаемой продукции, технологии производства или условиям труда на данном предприятии.
3. Отсутствия потребности рынка в данной продукции в связи с ее моральным устареванием или потерей конкурентоспособности.
4. Износа активной части основных производственных фондов.
5. Других причин, установленных в задании на разработку проекта. При необходимости в конце расчетного периода предусматривают ликвидацию объекта. Расчетный период разбивают на шаги-отрезки, в пределах которых осуществляется агрегирование данных, используемых для оценки финансовых показателей. При разбиении расчетного периода на шаги целесообразно учитывать:
 - цель расчета (оценка различных видов эффективности, реализуемости, мониторинга проекта для осуществления финансового управления и т. д.);
 - продолжительность различных фаз жизненного цикла проекта. Необходимо учитывать, чтобы моменты окончания строительства объекта или его этапов, моменты завершения освоения вводимых производственных мощностей, а также моменты начала выпуска основных видов продукции и моменты замены основных средств совпадали с концами соответствующих шагов, что позволит проверить финансовую реализуемость проекта на отдельных стадиях его осуществления;
 - неравномерность денежных поступлений и затрат, включая и сезонность производства;
 - периодичность финансирования проекта. Шаг расчета целесообразно выбирать таким образом, чтобы получение и возврат кредитов и займов, а также процентные платежи приходились на его начало и конец;
 - оценку уровня неопределенности и риска. Неопределенность — неполнота или неточность информации об условиях реализации проекта, осуществляемых затратах и получаемых доходах. Риск — неопределенность, связанная с возможностью возникновения в ходе реализации проекта непредвиденных обстоятельств, приводящих к потере прибыли, дохода или инвестированного капитала;

- условия финансирования (соотношение между собственными и заемными средствами, величина и периодичность выплаты процентов за кредиты и займы, а также платежей за лизинг имущества). В частности, моменты получения кредитов, выплат основного долга и процентов по нему рекомендуют совмещать с концами шагов;
- изменение цен в течение шага за счет инфляции и иных факторов.

Отрезки времени, в которых прогнозируют высокие темпы инфляции (свыше 10%), целесообразно разбивать на более мелкие шаги.

Время в расчетном периоде измеряют в годах или долях года и берут от фиксированного момента $t_0 = 0$, принимаемого за базовый. Проект, как и любая финансовая операция, связанная с получением доходов и осуществлением расходов, порождает денежные потоки (Cash-Flow, CF). Денежный поток проекта — это зависимость от времени денежных поступлений и платежей при реализации порождающего его проекта, определяемая для всего расчетного периода.

Значение денежного потока (ДП) обозначают через $ДП_t$, если оно относится к моменту времени t , или через $ДП_m$, если оно относится к шагу расчета m . На каждом шаге потока значение денежного потока характеризуют:

1. Притоком, равным размеру денежных поступлений на этом шаге.
2. Оттоком, равным платежам на этом шаге.
3. Сальдо (чистым денежным притоком, эффектом), равным разности между притоком и оттоком денежных средств.

Денежный поток ($ДП_t$) обычно состоит из частных потоков от отдельных видов деятельности: инвестиционной, текущей (операционной) и финансовой деятельности. К оттокам в инвестиционной деятельности относят: капиталовложения, затраты на пуско-наладочные работы, ликвидационные расходы в конце проекта, затраты на увеличение оборотного капитала и средства, вложенные в дополнительные фонды. Последние выражают вложения части положительного сальдо суммарного денежного потока на депозиты в банках или в долговые ценные бумаги с целью получения процентного дохода. К притокам относят продажу активов в течение и по окончании проекта (за вычетом уплачиваемых налогов), поступления за счет снижения потребности в оборотном капитале и др.

Сведения об инвестиционных затратах должны быть расшифрованы по их видам. Источником такой информации является проект (ТЭО) или «Обоснование инвестиций». Оценку затрат на приобретение отдельных видов основных средств можно осуществлять на базе оценки соответствующего имущества. Распределение инвестиционных затрат по периоду строительства должно быть увязано с графиком сооружения объекта.

В денежном потоке текущей (операционной) деятельности к притокам относят: выручку от продажи продукции (работ, услуг), операционные и

внереализационные доходы, включая поступления средств, вложенных в дополнительные фонды. К оттокам — издержки производства и налоги. Источником информации являются предпроектные и проектные материалы, а также исследования российского и зарубежного рынка, подтвержденные межправительственными соглашениями, соглашениями о намерениях, договорами, заключенными до момента окупаемости проекта. К финансовой деятельности относят операции со средствами, внешними по отношению к инвестиционному проекту. Они состоят из собственного (акционерного) капитала предприятия и привлеченных средств (субсидий, кредитов и займов). К оттокам относят возврат и обслуживание займов и эмитированных предприятием долговых ценных бумаг, выплату дивидендов акционерам и др.

Денежные потоки от финансовой деятельности учитывают, как правило, на этапе оценки эффективности участия в проекте. Необходимую информацию приводят в проектных материалах в увязке с разработкой схемы финансирования проекта. Данную схему подбирают в прогнозных ценах. Цель ее подбора — обеспечение реализуемости проекта, т. е. такой структуры денежных потоков, при которой на каждом шаге расчета имеется достаточный объем средств для его продолжения. Если не учитывать неопределенность и риск, то достаточным (но не обязательным) условием финансовой реализуемости проекта является неотрицательное значение на каждом шаге (m) величины накопленного сальдо потока (B_m):

$$B_m = B_1 + B_2 + B_3 \geq 0, \quad (3.7)$$

где B_m — суммарное сальдо денежных потоков на шаге m ; B_1, B_2, B_3 — сальдо денежных потоков от инвестиционной, текущей и финансовой деятельности на соответствующем шаге потока.

Наряду с денежным потоком при оценке инвестиционного проекта используют термин «накопленный денежный поток». Он характеризует накопленный приток, накопленный отток и накопленное сальдо (накопленный эффект) на каждом шаге расчетного периода как сумму соответствующих показателей денежного потока за данный и все предшествующие шаги.

При разработке схемы финансирования проекта определяют потребность не только в привлеченных средствах, но и в дополнительных фондах. В данные фонды могут включать средства из амортизации и чистой прибыли, предназначенные для компенсации отрицательных значений сальдо суммарного денежного потока на отдельных будущих шагах расчета (например, при наличии высоких ликвидационных расходов) или для достижения на них положительного значения финансовых показателей. Включение средств в дополнительные фонды рассматривают как отток

денежных ресурсов. Приток от этих средств считают частью внереализационных притоков инвестиционного проекта (от текущей деятельности).

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите случаи прекращения инвестиционного проекта.
2. Какие факторы влияют при разбиении расчетного периода проекта на отдельные шаги?
3. Приведите порядок расчета суммарного сальдо денежного потока, генерируемого проектом.

3.8. Дисконтирование денежных потоков

Расчет показателей для оценки выгодности реального инвестирования базируется на концепции оценки стоимости денег во времени. Данная концепция исходит из предпочтительности денег сегодня, чем завтра. Многие предприниматели придерживаются этой логики, поскольку:

1. Существует риск, что деньги могут быть не получены в будущем.
2. Если деньги имеются в наличии сегодня, то их можно выгодно инвестировать для получения дохода в будущем.

При оценке инвестиционного проекта часто приходится сравнивать потоки денежных средств (поступления от проекта и расходы на его осуществление) при различных вариантах его реализации. Чтобы такие сравнения имели смысл, денежные потоки сопоставляют в какой-то один период времени. Для сравнения можно выбрать любой момент времени, но для удобства берется нулевой период, т. е. начало осуществления проекта. Будущие потоки денежных средств должны быть приведены (дисконтированы) к настоящему моменту времени. В этих целях используют следующие формулы:

$$BC = HC \times (1 + r)^t; HC = \frac{BC}{(1 + r)^t}, \quad (3.8)$$

где BC — будущая денежная сумма (будущая стоимость); HC — настоящая (текущая) стоимость денежной суммы; r — норма дисконта или ставка доходности, доли единицы; t — продолжительность расчетного периода (лет, месяцев).

Будущая стоимость инвестиций — сумма, в которую превратятся деньги, вложенные сегодня, через определенный промежуток времени при установленной процентной (дисконтной) ставке. Процент может быть простым и сложным. Простой процент начисляют только на основную сумму

инвестированных средств. Сложный процент - на основную сумму и проценты предшествующих периодов.

Текущая (настоящая) стоимость денежных средств представляет собой произведение будущей стоимости и коэффициента дисконтирования:

$$НС = БС \times КД, \quad (3.9)$$

где $КД$ — коэффициент дисконтирования, доли единицы.

Коэффициент дисконтирования всегда меньше единицы, так как в ином случае деньги сегодня стоили бы меньше, чем деньги завтра.

Следовательно, дисконтированием денежных потоков называют приведение их разновременных (относящихся к разным шагам расчета) значений к их ценности на определенный момент времени. Последний характеризуют моментом приведения и обозначают через t_0 . Момент приведения может не совпадать с базовым моментом. Дисконтирование применяют к денежным потокам, выраженным в текущих или дефлированных ценах и в единой валюте.

Основным экономическим нормативом, используемым для дисконтирования, является норма дисконта (r), выражаемая в долях единицы или в процентах в год. Дисконтирование денежного потока на шаге m осуществляют путем умножения его значения ($ДП_m$) на коэффициент дисконтирования (a_m), рассчитываемый по формуле:

$$a_m = \frac{1}{(1 + r)^{t_m - t_0}}, \quad (3.10)$$

где t_m — момент окончания шага m ; r — норма дисконта, доли единицы в год; $t_m - t_0$ — период времени, годы.

Норма дисконта (r) является экзогенно задаваемым основным экономическим параметром, используемым при оценке эффективности проекта.

В ряде случаев значение нормы дисконта может выбираться неодинаковым для разных шагов расчета (переменная норма дисконта). Это может быть целесообразно в ситуациях:

1. Переменного по времени риска.
2. Переменной по времени структуры капитала при оценке коммерческой эффективности проекта.

Различают следующие нормы дисконта: коммерческую, участника проекта, социальную и бюджетную.

Коммерческую норму дисконта используют при оценке коммерческой эффективности проекта. Ее определяют с учетом альтернативной (т. е. связанной с другими проектами) эффективности использования капитала.

Норма дисконта участника проекта выражает эффективность участия в данном проекте предприятий или иных участников. Ее выбирают сами участники. При отсутствии четких предпочтений вместо нее можно использовать коммерческую норму дисконта. Социальную (общественную) норму дисконта применяют при расчете показателей общественной эффективности. Она характеризует минимальные требования общества к социальной эффективности проекта. Социальную норму дисконта утверждает Правительство РФ в увязке с прогнозами экономического и социального развития страны. На региональном уровне общественная норма дисконта может корректироваться органами исполнительной власти субъектов РФ.

Бюджетную норму дисконта выражают показателем бюджетной эффективности проектов. Ее устанавливают федеральные и региональные органы исполнительной власти.

Вопросы для самоконтроля

1. Приведите определение понятия «дисконтирование денежных потоков».
2. В каком порядке рассчитывают коэффициент дисконтирования?
3. Назовите основные виды нормы дисконта и их целевое назначение.

3.9. Показатели оценки эффективности инвестиционных проектов

Ключевыми показателями, используемыми для оценки эффективности инвестиционных проектов в России, являются:¹³

1. Чистый доход.
2. Чистый дисконтированный доход.
3. Внутренняя норма доходности.
4. Потребность в дополнительном финансировании.
5. Индексы доходности затрат и инвестиций.
6. Период окупаемости инвестиций.
7. Оценка показателей, характеризующих финансовое состояние предприятия-участника проекта (показатели финансовой устойчивости, доходности, деловой и рыночной активности). При оценке эффективности каждого инвестиционного проекта необходимо установить степень его

¹³ Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция): Официальное издание. М.: Экономика, 2000.

финансовой реализуемости. Данный параметр (принимает два значения — «да» или «нет») выражает наличие финансовых возможностей для реализации проекта. Требование финансовой реализуемости предполагает необходимый объем финансирования проекта. При наличии его финансовой нереализуемости схема финансирования проекта должна быть пересмотрена. Финансовую реализуемость проверяют для консолидированного капитала всех участников (включая инвесторов, кредиторов и государство). Денежные потоки, поступающие от каждого участника в данный проект, являются притоками (показываются со знаком «плюс»), а денежные потоки, поступающие каждому участнику из проекта, — оттоками (берутся со знаком «минус»). Кроме того, рассматривают денежный поток самого проекта. В данном случае сумма потоков из выручки от продаж и прочих доходов считается притоком и записывается со знаком «плюс». Напротив, инвестиционные и производственные расходы (исключая налоги) показывают как оттоки денежных средств со знаком «минус». Правило: проект является финансово реализуемым, если на каждом шаге расчета алгебраическая сумма (с учетом знаков) притоков всех участников и денежного потока проекта является неотрицательной величиной. В качестве примера рассмотрим проект, осуществляемый четырьмя предприятиями и двумя банками. Финансовое участие государства сводится к получению налогов. Денежные потоки на шаге n представлены в табл. 3.2.

В проекте на n -м шаге в качестве притоков денежных средств выступают выручка от продаж, поступления от предприятий № 3-4. По остальным элементам денежного потока на n -м шаге имеют место оттоки денег, показываемые со знаком «минус». Чтобы проверить финансовую реализуемость проекта (ΦP_n) на этом шаге, находим сумму (учитывая знаки) всех элементов денежного потока. Она равна: $\Phi P_n = - 24,0 + (-9,2) + (-9,0) + +(-1,4) + (-1,2) + 0,9 + 0,7 + (-0,5) + 1,8 = -6,1$ млн руб. В данном случае общая сумма неотрицательна; это означает, что средств для реализации проекта на n -ом шаге достаточно.

Итак, условия финансовой реализуемости и показатели эффективности определяют на базе денежного потока ($ДП_m$), конкретные составляющие которого зависят от вида оцениваемого объекта. На разных стадиях расчетов исходя из их целей и специфики финансовой реализуемости инвестиционные проекты оценивают в текущих или прогнозных ценах. Текущими называют цены, заложенные в проект без учета инфляции. Прогнозными считают цены, ожидаемые (с учетом инфляции) на будущих шагах расчета. Дефлированными называют прогнозные цены, приведенные к уровню цен

фиксированного момента времени путем деления на общий базисный индекс инфляции.

Таблица 3.2. Денежный поток по проекту на n -м шаге

Наименование элементов денежного потока	Сумма, млн руб.
Выручка от продаж (с косвенными налогами)	24,0
Издержки производства (с НДС за материальные ресурсы)	-9,2
Налоги, вносимые государству	-9,0
Денежный поток предприятия № 1 (получает денежные средства на этом шаге)	-1,4
Денежный поток предприятия № 2 (получает денежные средства на данном шаге)	-1,2
Денежный поток предприятия № 3 (авансирует денежные средства на этом шаге)	0,9
Денежный поток предприятия № 4 (авансирует денежные средства на данном шаге)	0,7
Денежный поток банка № 1 (получение банком процентов за кредит)	-0,5
Денежный поток банка № 2 (предоставление банком кредита)	1,8

Чистым доходом ($ЧД$ — Net Value, NV) считают накопленный эффект (сальдо денежного потока) за расчетный период:

$$\sum_m ЧД = ДМ_m, \quad (3.11)$$

где суммирование распространяют на все шаги расчетного периода.

Наибольшее распространение на практике получил показатель чистого дисконтированного дохода ($ЧДД$ — Net Present Value, NPV), т. е. накопленного дисконтированного эффекта за период времени. $ЧДД$ определяют по формуле:

$$ЧДД = \sum_m ДП_m \times a_m(r) \quad (3.12)$$

где a_m — коэффициент дисконтирования, доли единицы.

$ЧД$ и $ЧДД$ показывают превышение суммарных денежных поступлений над суммарными затратами для данного проекта (без учета и с учетом неравноценности эффектов, относящихся к различным моментам времени).

Указанные показатели для всех характеристик эффективности должны быть ⁸⁹

положительными. При сравнении по этим параметрам различных вариантов одного и того же проекта предпочтение отдают варианту с наиболее высоким значением $ЧДД$ (при выполнении условия его положительности). Находим:

$$\text{Дисконт проекта} = ЧД - ЧДД. \quad (3.13)$$

Для признания проекта эффективным с точки зрения инвестора необходимо, чтобы $ЧДД$ был положительным ($ЧДД > 0$).

На практике встречаются случаи, когда имущество, вкладываемое в проект с целью постоянного использования, но созданное до начала его реализации, рекомендуют учитывать в составе денежных потоков по альтернативной стоимости. Она выражает максимальную дисконтированную упущенную выгоду от альтернативного использования (т. е. применения в других проектах) данного имущества.

При оценке альтернативной стоимости имущества целесообразно рассмотреть следующие альтернативные варианты его использования:

- продажа (реализация на сторону);
- передача другому лицу в аренду;
- вложение в эффективные альтернативные проекты.

Упущенную выгоду (доход) от продажи имущества оценивают с помощью цены, по которой это имущество может быть продано (за вычетом затрат, связанных с его реализацией). При необходимости данную цену дисконтируют к моменту начала использования имущества в рассматриваемом проекте. Если цена продажи зависит от момента реализации имущества, то этот момент принимают в расчет таким образом, чтобы дисконтированная упущенная выгода (доход) была максимальной. Упущенную выгоду от сдачи имущества в аренду определяют с помощью дисконтированной суммы арендных платежей арендатора за вычетом затрат на капитальный ремонт и иных расходов, которые по условиям аренды должен производить арендодатель. Указанные доходы и расходы учитывают за период использования имущества в рассматриваемом проекте.

Упущенную выгоду от использования имущества (B_y) в эффективном альтернативном проекте устанавливают по формуле:

$$B_y = ЧДД_{an} - ЧДД_{an}^1, \quad (3.14)$$

где $ЧДД_{an}$ — чистый дисконтированный доход альтернативного проекта, вычисленный при условии безвозмездного вложения имущества в данный проект; $ЧДД_{an}^1$ — чистый дисконтированный доход альтернативного

проекта, вычисленный при условии реализации этого проекта без вложений данного имущества ($ЧДД_{ан}^1 > 0$).

Внутренняя норма доходности (*ВНД* — *Internal Rate of Return, IRR*) характеризует рентабельность проекта. В проектах, начинающихся с инвестиционных затрат и имеющих положительный ЧД, внутренней нормой доходности называют положительное число r_x , если:

1. При норме дисконта $r = r_x$ чистый дисконтированный доход проекта обращается в ноль.
2. Это число единственное.

В более общем случае внутренней нормой доходности называют также положительное число r_x , которое при норме дисконта $r = r_x$ обращает чистый дисконтированный доход (*ЧДД*) проекта в ноль. При все больших значениях r — отрицателен, при все меньших значениях r — положителен. Если не выполнено хотя бы одно из этих условий, считают, что *ВНД* не существует.

ВНД определяют как неотрицательную величину из уравнения:

$$\sum \overline{ДП}_m \times a_m(r) = 0, \quad (3.15)$$

где a_m — коэффициент дисконтирования (при норме дисконта r), доли единицы.

Если все притоки и оттоки денежных средств происходят в начале конца каждого шага, а приведение осуществляют к началу (концу) нулевого шага, то уравнение имеет вид:

$$\sum_m \frac{\overline{ДП}_m}{(1+r)^{tm}}, \quad (3.16)$$

где $\overline{ДП}_m$ — сальдо денежного потока (накопленный эффект) за расчетный период; r — норма дисконта или ставка доходности, доли единицы; tm — продолжительность расчетного периода (число лет).

Для определения *ВНД* необязательно знать заранее норму дисконта, поскольку ее находят обычным подбором показателей. Если уравнения 3.15 и 3.16 не имеют неотрицательных решений или имеют более одного такого решения, то *ВНД* подобного проекта не существует.

Для оценки эффективности проекта значение $ВНД$ целесообразно сравнивать с нормой дисконта $г$. Проекты, у которых $ВНД < г$, имеют отрицательный $ЧДД$ и поэтому неэффективны.

$ВНД$ может быть использовано также:

1. Для экономической оценки проектных решений, если известны приемлемые значения $ВНД$ у проектов данного типа;
2. Для оценки устойчивости проекта при разности $ВНД - г$,
3. Для определения участниками проекта нормы дисконта $г$ по данным о внутренней норме доходности альтернативных направлений вложения капитала или собственных средств.

Для оценки эффективности инвестиционного проекта за первые K шагов расчетного периода рекомендуют использовать следующие формулы:

1. Текущий чистый доход ($ЧД$) или накопленное сальдо:

$$ЧД_{(k)} = \sum_{m=0}^k ДП_m, \quad (3.17)$$

2. Чистый дисконтированный доход ($ЧДД$) или накопленное дисконтированное сальдо:

$$ЧДД_{(k)} = \sum_{m=0}^k ДП_m \times a_m(r), \quad (3.18)$$

где a_m — коэффициент дисконтирования (при норме дисконта r), доли единицы.

3. Текущую внутреннюю норму доходности ($ВНД$), определяемую как такое численное значение $ВНД_{(k)}$, что при норме дисконта $r = ВНД_{(k)}$ величина $ЧДД_{(k)}$ обращается в ноль; при все больших значениях r — отрицательна; при все меньших значениях r — положительна. Для отдельных проектов и значений K текущая $ВНД$ может отсутствовать.

Сроком окупаемости (простым сроком окупаемости) называют продолжительность периода от начального момента до момента окупаемости. Начальный момент учитывают в задании на проектировании (обычно это начало нулевого шага или начало текущей деятельности). Моментом окупаемости называют тот наиболее ранний момент времени в расчетном периоде, после которого чистый дисконтированный доход ($ЧДД_k$) становится положительным числом, т. е. $ЧДД_k > 0$. Следует отметить, что сроки окупаемости могут устанавливаться от различного начального момента: от начала реализации проекта; от даты ввода в действие первого пускового

комплекса; от завершения периода освоения проектной мощности. При оценке эффективности проекта величина срока окупаемости: среди проектов, удовлетворяющих заданному ограничению, дальнейший отбор по данному показателю может не производиться.

Потребность в дополнительном финансировании (ПФ) — максимальное значение абсолютной величины отрицательного накопленного сальдо от инвестиционной и текущей деятельности. Величина ПФ не нормируется. Чем ниже абсолютное значение ПФ, тем меньший объем денежных средств должен привлекаться для финансирования проекта из внешних источников. Следовательно, величина ПФ показывает минимальный объем внешнего финансирования проекта, необходимый для обеспечения его финансовой реализуемости. Поэтому ПФ называют еще капиталом риска. Следует помнить, что реальный объем требуемого финансирования не всегда совпадает с ПФ и, как правило, превышает его за счет необходимости обслуживания долга перед кредиторами (уплата процентов по заемным средствам). *Потребность в дополнительном финансировании с учетом дисконта (ДПФ)* — максимальное значение абсолютной величины отрицательного накопленного дисконтированного сальдо от инвестиционной и текущей деятельности. Величина ДПФ выражает минимальный дисконтированный объем внешнего финансирования проекта, необходимый для обеспечения его финансовой реализуемости.

Индексы доходности показывают относительную «отдачу проекта» на вложенные в него средства. Их рассчитывают как для дисконтированных, так и не дисконтированных денежных потоков. Для оценки эффективности проектов используют следующие индексы доходности. Индекс доходности затрат — отношение суммы денежных притоков (накопленных поступлений) к сумме денежных оттоков (накопленных платежей). Индекс доходности дисконтированных затрат — отношение суммы дисконтированных притоков к сумме дисконтированных денежных оттоков. Индекс доходности инвестиций (ИД) — отношение суммы элементов денежного потока от текущей деятельности к абсолютной величине суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности. Он равен увеличенному на единицу отношению чистого дохода к накопленному объему инвестиций. Индекс доходности дисконтированных инвестиций (ИДД) — отношение суммы дисконтированных элементов денежного потока от текущей деятельности к абсолютной величине дисконтированной суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности. ИДД равен увеличенному на единицу отношению чистого дисконтированного дохода к накопленному дисконтированному объему инвестиций. При расчете ИД и ИДД необходимо

учитывать либо все капитальные вложения за расчетный период (включая вложения в замещение выбывающих основных средств), либо только первоначальные капиталовложения, осуществляемые до ввода в эксплуатацию предприятия. Индексы доходности затрат и инвестиций больше единицы, если для данного денежного потока чистый доход положителен. Индексы доходности дисконтированных затрат и инвестиций превышают единицу, если для этого потока чистый дисконтированный доход положителен. Индексы доходности затрат и дисконтированных затрат для всех видов эффективности должны быть больше единицы. Близость индекса доходности дисконтированных затрат к единице может свидетельствовать о недостаточной устойчивости проекта к возможным колебаниям доходов и затрат. Индексы доходности инвестиций (ИД и ИДД) также должны быть выше единицы. Эти индексы можно использовать при выборе проектов для финансирования.

Пример. Рассмотрим проект, денежные потоки которого имеют вид, приведенный в табл. 3.3.

Продолжительность шага расчета один год. Притоки денежных средств показаны в таблице со знаком «плюс», оттоки — «минус». Все притоки и оттоки на каждом шаге считают относящимися к концу этого шага и точкой приведения полагают конец нулевого шага. Для упрощения расчета данные приведены в текущих ценах (без учета инфляции). В этом примере налоговые льготы отсутствуют. Норма дисконта (r) равна 10%. Из приведенной таблицы можно сделать следующие выводы.

1. Чистый доход (ЧД) отражен в последнем столбце ($m = 8$) строки 6 и составляет 4,37 млн руб. Из этой строки видно, что потребность в дополнительном финансировании (ПФ) составляет 8,9 млн руб. (на шаге $m=1$).
2. Момент окупаемости проекта также устанавливают на основе данных по строке 6. Из нее следует, что он находится внутри шага $m = 5$, так как в конце шага $m = 4$ сальдо накопленного потока денежных средств $S_4 < 0$ (-4,5 млн руб.), а аналогичное сальдо в конце шага с $m = 5 > 0$ (0,34 млн руб.).

Для уточнения термина «момент времени окупаемости» обычно устанавливают, что в пределах одного шага (в данном примере шага с $m = 5$) сальдо накопленного потока денежных средств изменяется линейно. Тогда «расстояние» X от начала шага до момента окупаемости (выраженное в продолжительности шага расчета) вычисляют по формуле:

$$X = \frac{|S_4|}{|S_4| + S_5}, \quad (3.19)$$

$$X = \frac{-4,5}{|-4,5| + 0,34} = 0,93 \text{ шага расчета (в данном случае года).}$$

В данной формуле $|S|$ — абсолютная величина значения S .

3. Срок окупаемости, взятый от начала нулевого шага, составляет 5,93 года.

Если отсчитывать его от начала текущей деятельности (конца нулевого шага), то он окажется равным 4,93 года.

4. Установим ЧДД проекта при норме дисконта $r = 10\%$, приведя поток к шагу 0 ($t_0 = 0$). Дисконтирующий множитель и дисконтированное сальдо суммарного денежного потока приведены в строках 7 и 8 табл. 3.3, а сумма значений по строке 8 равна чистому дисконтированному доходу (ЧДД = 0,54 млн руб.). Следовательно, проект, приведенный в рассмотренном примере, эффективен.

Таблица 3.3. Денежные потоки по инвестиционному проекту, млн руб.

Показатели	Но- мер	Номер шага расчета								
		0	1	2	3	4	5	6	7	8
Денежный поток от текущей деятельности ($ДП^m t$)	1	0	1,3	2,96	2,98	2,06	4,84	4,87	3,96	0
Инвестиционная деятельность:										
Притоки	2	0	0	0	0	0	0	0	0	+0,6
Оттоки	3	-6,0	-4,2	0	0	-3,6	0	0	0	-5,4
Сальдо ($ДП^u t$)	4	-6,0	-4,2	0	0	-3,6	0	0	0	-4,8
Сальдо суммарного денежного потока ($ДП^m t = ДП^m t + ДП^u t$)	5	-6,0	-2,9	2,96	2,98	-1,54	4,84	4,87	3,96	-4,8
Сальдо накопленного потока	6	-6,0	-8,9	-5,94	-2,96	-4,5	0,34	5,21	9,17	4,37
Коэффициент дисконтирования (a_t)	7	1	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47
Дисконтированное сальдо суммарного денежного потока (стр. 5 x стр.7)	8	-6,0	-2,64	2,45	2,24	-1,05	3,0	2,75	2,03	-2,24
Дисконтированные инвестиции (стр.4 x стр.7)	9	-6,0	-3,82	0	0	-2,46	0	0	0	-2,24

5. Внутреннюю норму доходности (*ВНД*) определяют из строки 5 подбором значения нормы дисконта. В результате получим $ВНД = 11,92\%$. Этот показатель еще раз подтверждает эффективность проекта, так как $ВНД > r$, т.е. $11,92\% > 10,0\%$. В заключение отметим, что при расчете эффективности конкретного проекта с теми же денежными потоками, что и в приведенном примере, результат может оказаться иным из-за различий в распределении текущих и инвестиционных денежных потоков внутри шагов расчета. 3

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите ключевые показатели, используемые для оценки эффективности инвестиционных проектов.
2. Какими параметрами характеризуют степень финансовой реализуемости проекта?
3. Приведите порядок расчета альтернативной стоимости имущества.
4. В какой последовательности определяют внутреннюю норму доходности проекта?
5. Охарактеризуйте случаи возникновения потребности в дополнительном финансировании.
6. Раскройте содержание и порядок расчета индексов доходности инвестиционного проекта.
7. Приведите методику расчета периода окупаемости проекта.

3.10. Сравнительный анализ эффективности инвестиционных проектов

В международной практике накоплен большой опыт по разработке и использованию количественных методов оценки привлекательности инвестиционных проектов. В основу их положено сравнение выгод (дохода, прибыли) с капитальными затратами. С помощью критериальных показателей (доходности, безопасности, периода окупаемости и др.) можно отобрать проекты для дальнейшего рассмотрения инвестором, экспертом, аналитиком и т. д.

Экспертиза проектов проводится с целью сравнить ситуацию «без проекта» с ситуацией «с проектом», т. е. изучить только те изменения в затратах и результатах, которые обусловлены именно данным проектом. В этом случае привлекательность проекта будет равняться изменениям выгод в результате осуществления проекта минус изменения затрат как конечный результат проекта. Подобный подход не аналогичен сравнению ситуации до и после проекта, так как не учитывает изменений в инвестициях и производстве, которые произошли бы без реализации данного проекта, и приводит к неправильному определению выгод и затрат, относимых за счет проекта.

В условиях рыночной экономики критерием привлекательности проекта является уровень доходности, полученной на вложенный капитал. Под

доходностью (прибыльностью) проекта понимают не просто прирост капитала, а такой темп его прироста, который полностью компенсирует изменение покупательной способности денег в течение рассматриваемого периода, обеспечивает минимальный уровень доходности и покрывает риск инвестора, связанный с его реализацией. Следовательно, проблема оценки привлекательности инвестиционного проекта для инвестора заключается в определении уровня его прибыльности. В практике проектного анализа применяют два основных подхода к решению проблемы оценки привлекательности проектов: статистические (простые) модели и динамические модели (методы дисконтирования). Статистические методы оценки не учитывают фактор времени и используют данные бухгалтерской отчетности, на основе которой рассчитывают простую норму прибыли и срок окупаемости проекта. Построение дисконтированных критериев оценки проектов базируется на использовании теории ценности денег во времени. В мировой практике наибольшее распространение получили следующие динамические модели:

1. Чистая текущая стоимость, или чистый дисконтированный доход (Net Present Value, *NPV*);
2. Индекс доходности (Profitability Index, *PI*);
3. Дисконтированный период окупаемости (Discounted Payback Period, *DPP*);
4. Внутренняя норма доходности (Internal Rate of Return, *IRR*);
5. Модифицированный метод внутренней нормы доходности, или маржинальной эффективности капитала (Modified Internal Rate of Return, *MIRR*).

Рассмотрим данные модели оценки инвестиционных проектов более подробно. Метод чистой текущей (приведенной) стоимости (*NPV*) ориентирован на достижение главной цели инвестирования — получение приемлемого для инвестора чистого дохода в форме прибыли. Данный метод позволяет получить наиболее обобщенную характеристику финансового результата реализации проекта, т. е. конечный эффект в абсолютном выражении. Чистая текущая стоимость — это эффект от проекта, приведенный к настоящей стоимости денежных поступлений (Present Value, *PV*).

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^t}, \quad (3.20)$$

где FV — будущая стоимость денежных поступлений от проекта (Future Value); r — ставка дисконтирования, доли единицы; t — расчетный период, число лет (месяцев).

Проект может быть одобрен инвестором, если $NPV > 0$, т. е. он генерирует большую, чем средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC), норму доходности.

Инвесторы будут удовлетворены, если подтвердится рост курса акций акционерной компании, успешно реализовавшей свой инвестиционный проект. Чистую текущую стоимость (NPV) выражают разницей между приведенными к настоящей стоимости (путем дисконтирования) суммой денежных поступлений за период эксплуатации проекта и суммой инвестированных в его реализацию денежных средств:

$$NPV = PV - I, \quad (3.21)$$

где I — сумма инвестиций (капиталовложений), направленных на реализацию проекта; PV — настоящая стоимость денежных поступлений (доходов) от проекта после дисконтирования.

Применяемую дисконтную ставку (r) для определения PV дифференцируют с учетом риска и ликвидности инвестиций.

Пример. В коммерческий банк поступили для рассмотрения бизнес-планы двух альтернативных проектов со следующими параметрами (табл. 3.4).

Условия реализации проектов: капитальные затраты производят единовременно в течение года (например, приобретение и установка технологической линии на действующем предприятии); сроки эксплуатации проектов различны, поэтому дисконтные ставки неодинаковы. Расчет настоящей стоимости денежных поступлений по проектам представлен в табл. 3.5.

Примечание к табл. 3.5. Дисконтный множитель устанавливают по формуле:

$$\begin{aligned} ДМ &= \frac{1}{(1+r)^t}; \\ ДМ_1 &= \frac{1}{1+0,1} = 0,909; \\ ДМ_2 &= \frac{1}{(1+0,1)^2} = 0,826; \\ ДМ_3 &= \frac{1}{(1+0,1)^3} = 0,752. \end{aligned}$$

Аналогичный расчет осуществляют по проекту № 2. Исходя из его данных, определим NPV по проектам:

Таблица 3.4. Денежные потоки инвестиционных проектов, млн руб.

Показатели	Расчетный период, лет				
	0	1	2	3	4
Инвестиционный проект № 1	-34,4	0	0	0	0
I. Инвестиционная деятельность. Отток денежных средств (капиталовложений)					
II. Текущая деятельность. Денежные поступления в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений (чистый денежный поток)	0	27,0	16,0	7,0	0
Инвестиционный проект № 2	-28,0	0	0	0	0
I. Инвестиционная деятельность. Отток денежных средств					
II. Текущая деятельность. Денежные поступления в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений	0	11,0	11,0	11,0	11,0
Справочно. Дисконтные ставки — по ИП № 1 = 10%; по ИП № 2 = 12%. Среднегодовой темп инфляции 8%					

Таблица 3.5. Расчет настоящей стоимости денежных поступлений (PV) по инвестиционным проектам, млн руб.

Проект №1				Проект № 2		
Год	Будущая стоимость денежных поступлений (FV)	Дисконтированный множитель при ставке 10%	Настоящая стоимость денежных поступлений (гр.2х хгр.3)	Будущая стоимость денежных поступлений (FV)	Дисконтированный множитель при ставке 12%	Настоящая стоимость денежных поступлений (гр.5х хгр.6)
1	2	3	4	5	6	7
1	27	0,909	24,54	11	0,893	9,72
2	16	0,826	13,12	11	0,797	8,77
3	7	0,752	5,26	11	0,712	7,83
4	0	0	0	11	0,636	7,00
Всего	50	0	42,92	44	0	33,32

$NPV_1 = 8,52$ млн руб. ($42,92 - 34,4$);

$NPV_2 = 5,32$ млн руб. ($33,32 - 28,0$).

Итак, сравнение NPV по этим проектам подтверждает, что первый из них является более привлекательным, чем второй. NPV по нему на 3,2 млн руб.

(8,52 — 5,32), или на 60,2% выше, чем по второму проекту. Однако для реализации первого проекта требуется капитальных вложений на 6,4 млн руб. (34,4 — 28,0), или на 23,3% больше, чем по второму проекту. В случае реализации проекта № 1 его инициатору необходимо изыскать дополнительное финансирование (внутреннее или внешнее) в объеме 6,4 млн руб. Поэтому он должен выбрать для себя наиболее приемлемый вариант с учетом имеющихся финансовых возможностей. Если капитальные вложения в проект осуществляют в несколько этапов (интервалов), то расчет показателя JVP7 производят по формуле:

$$NPV^1 = \sum_{t=1}^n \frac{FV_1}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+r)^t} \quad (3.22)$$

где NPV^1 — чистая текущая стоимость проекта при многократном (пошаговом) осуществлении инвестиционных затрат; FV_1 — будущая стоимость денежных поступлений от проекта по шагу t общего периода реализации проекта; I_t — сумма инвестиций по шагу t общего периода реализации проекта; r — используемая дисконтная ставка, доли единицы; n — число шагов (этапов) в общем расчетном периоде.

Следует отметить, что показатель NPV может быть использован не только для сравнительной оценки эффективности проектов на предварительном этапе их рассмотрения, но и как критерий их последующей реализации. Проекты, по которым NPV является отрицательной величиной или равна нулю, неприемлемы для инвестора, так как не принесут ему дополнительного дохода на вложенный капитал. Проекты с положительным значением данной величины ($NPV > 0$) позволяют увеличить первоначально авансированный капитал инвестора. Важным достоинством NPV является то, что этот показатель для различных проектов можно суммировать. Данное свойство позитивно и выделяет этот критерий из всех остальных, что позволяет использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля любого предприятия.

Одним из ключевых аспектов в оценке правильности расчета денежных потоков от проекта является прогноз объема продаж на базе изучения внутренней и внешней информации.

При анализе внутренней информации учитывают предыдущие результаты работы предприятия, а при внешнем анализе устанавливают сегменты рынка для каждого товара, наиболее вероятные цены на них, оценивают ожидаемое отношение покупателей к новой продукции. При анализе необходимо исходить из ожидаемого спроса на товары, а не ограничиваться таким внутренним фактором как производственные мощности. В процессе разработки производственной программы целесообразно произвести оценку потребности в материальных ресурсах, рабочей силе, капитальных

вложениях и источниках их финансирования. После детального изучения всех названных показателей можно определить реальные денежные потоки (Cash Flow, CF) по инвестиционным проектам, на базе которых после дисконтирования рассчитывают настоящую стоимость денежных поступлений (PV) и чистую текущую стоимость (NPV). Для прогноза денежных потоков от проекта часто используют формулу:

$$CF = ЧП + АО - ИЗ \pm ДЗ, \quad (3.23)$$

где CF — чистый денежный поток от проекта; $ЧП$ — чистая прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия после налогообложения; $АО$ — амортизационные отчисления; $ИЗ$ — инвестиционные затраты (капитальные вложения, включая прирост оборотного капитала); $ДЗ$ — изменение долгосрочной задолженности (+ прирост; — снижение).

Показатель — *индекс доходности* (PI) рассчитывают по формуле:

$$PI = \frac{PV}{I}, \quad (3.24)$$

где PV — настоящая стоимость денежных поступлений; I — сумма инвестиций (капиталовложений) в проект.

Используя данные по двум проектам, определим индекс доходности по ним:

PI_1 - 1,25 (42,9 : 34,4),

PI_2 - 1,19 (33,32 : 28,0).

Следовательно, по данному параметру эффективность проекта № 1 выше. Если инвестиции, связанные с предстоящей реализацией проекта, осуществляют в несколько этапов (шагов), то расчет индекса доходности производят по формуле:

$$PI^1 = \frac{PV_t}{\sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+r)^t}}, \quad (3.25)$$

где PI^1 — индекс доходности при многократном осуществлении капитальных затрат; I_t — сумма инвестиций по отдельным шагам общего периода инвестирования; n — число шагов (интервалов) в общем расчетном периоде; r — ставка дисконтирования, доли единицы.

Если значение $PI \leq 1,0$, то проект отвергают, так как он не принесет инвестору дополнительного дохода. К реализации принимают проекты с $PI > 1,0$.

Дисконтированный период окупаемости вложенных средств (DPP) — один из самых распространенных показателей оценки эффективности проектов. Он устанавливается по формуле:

$$DPP = \frac{I}{PV_t}, \quad (3.26)$$

где DPP — дисконтированный период окупаемости, число лет; I — сумма инвестиций, направленных на реализацию проекта; PV_t — средняя величина денежных поступлений в периоде t .

Определим дисконтированный период окупаемости капитальных затрат по двум проектам. В этих целях установим среднегодовую сумму денежных поступлений в настоящей стоимости.

По проекту № 1 она равна 14,31 млн руб. (42,92/3). По проекту № 2 она равна 8,33 млн руб. (33,32 / 4). С учетом среднегодовой величины денежных поступлений дисконтированный период окупаемости равен:

$$DPP_1 = 2.4 \text{ года } (34,4 : 14,31),$$

$$DPP_2 = 3.4 \text{ года } (28.0 : 8,33).$$

Эти данные подтверждают приоритетное значение проекта № 1 для инвестора. Характеризуя показатель «дисконтированный период окупаемости», необходимо отметить, что он может быть использован не только для оценки эффективности капитальных вложений, но и для уровня инвестиционного риска, связанного с ликвидностью. Это вызвано тем, что чем длительнее период реализации проекта до полной его окупаемости, тем выше уровень инвестиционного риска. Недостатком данного показателя является то, что он не учитывает те денежные потоки, которые образуются после периода полной окупаемости капитальных вложений. Так, по проектам с длительным сроком эксплуатации после наступления периода окупаемости может быть получена большая сумма чистой текущей стоимости, чем по проектам с коротким сроком окупаемости. Внутренняя норма доходности, или маржинальная эффективность капитала (IRR), является наиболее сложным показателем для оценки эффективности реальных проектов. IRR характеризует уровень прибыльности (доходности) проекта, выражаемый дисконтной ставкой, по которой будущая стоимость денежных поступлений от капиталовложений приводится к настоящей стоимости авансированных средств.

При единовременном вложении капитала внутреннюю норму доходности (IRR) можно вычислить по формуле:

$$IRR = \frac{NPV}{I} \times 100, \quad (3.27)$$

где NPV — чистая текущая стоимость денежных поступлений; I — инвестиции капиталовложения в данный проект.

Экономическое содержание IRR состоит в том, что все доходы и затраты по проекту приводят к настоящей стоимости не на основе задаваемой извне дисконтной ставки, а на базе внутренней нормы доходности самого Проекта. В приведенном выше примере (табл. 3.4 и 3.5) по проекту № 1 необходимо найти размер дисконтной ставки (r), по которой настоящая стоимость денежных поступлений (42,92 млн руб.) за три года будет приведена к сумме вкладываемых средств (34,4 млн руб.). Размер ВНД составляет 24,8% $[(8,52 : 34,4) \times 100]$, а точнее 25%. При таком значении ВНД настоящая стоимость денежных поступлений (34,4 млн руб.) сравнивается с суммой инвестиций (34,4 млн руб.), а чистая текущая стоимость (NPV) проекта № 1 будет равна нулю (34,4 — 34,4). Аналогичным путем находят ВНД (IRR) проекта № 2. Она равна 19% $[(5,32 : 28,0) \times 100]$.

Эти данные подтверждают приоритетное значение проекта № 1 для инвестора.

В теории инвестиционного менеджмента внутренняя норма доходности выражает ставку рентабельности, при которой настоящая стоимость денежных поступлений от проекта (Cash Flow, CF) равна настоящей стоимости капитальных затрат, т. е. величина NPV равна нулю. Это означает, что все капитальные затраты окупились. В данном случае имеем: $IRR = r$, при котором $NPV = f(r) = 0$. При разновременном осуществлении капитальных вложений в данный проект IRR находят из уравнения:

$$\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0 \quad (3.28)$$

где CF_t — сумма денежных поступлений по отдельным интервалам общего периода реализации проекта; IRR — внутренняя норма прибыли (доходности) по проекту, доли единицы; n — число интервалов (шагов) в

общем расчетном периоде; $t=0$ — нулевой (исходный) период осуществления капитальных затрат.

Чтобы лучше изучить экономическую природу критерия IRR , построим график данного показателя с помощью следующей функции¹⁴ (рис. 3.1):

$$Y = f(r) = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = 0$$

Из графика следует, что отток денежных средств (капиталовложения) сменяется их притоком в сумме, которая превышает их отток. Поэтому приведенная функция ($y=f(r)$) является убывающей, т. е. с увеличением r кривая функции стремится к оси абсцисс и пересекает ее в некоторой точке, называемой внутренней нормой доходности (IRR).

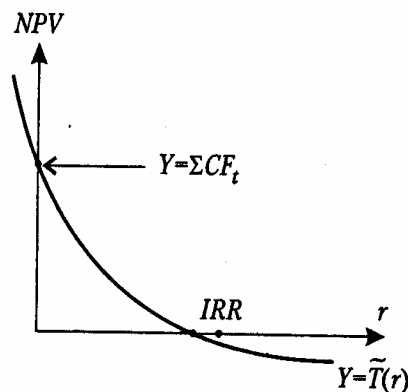


Рис. 3.1. График NPV реального инвестиционного проекта

Для нахождения IRR ($ВНД$) можно использовать и другую формулу:

$$IRR(ВНД) = r_1 + \frac{(r_2 - r_1) \times NPV_1}{\left(\sum_{t=1}^n \frac{PV_t - I_t}{(1+r_1)^t} \right) - \left(\sum_{t=1}^n \frac{PV_t - I_t}{(1+r_2)^t} \right)}, \quad (3.30)$$

где знаменатель формулы — итог приведения стоимости будущих денежных поступлений к их настоящей стоимости (при дисконтной ставке r_1); r_1 — первая калькуляционная дисконтная ставка, доли единицы; r_2 — вторая калькуляционная дисконтная ставка, доли единицы; NPV — чистая текущая стоимость по принятой дисконтной ставке r_1 и r_2 ; $PV_t - I_t$ — разница между ожидаемыми денежными поступлениями в настоящей стоимости и инвестиционными затратами в периоде t .

¹⁴ Ковалев В. В. Методы оценки инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 1998. С. 59.

На практике полученную величину чистой текущей стоимости (NPV) от проекта сопоставляют с настоящей стоимостью инвестиционных затрат. Отбирают проекты с IRR большей, чем средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$), принимаемая за минимально допустимый уровень доходности

$$IRR > WACC. \quad (3.31)$$

При $IRR < WACC$ проект считают неэффективным. Из отобранных проектов предпочтение отдают наиболее прибыльным, из которых формируют инвестиционный портфель предприятия (с максимальной суммарной чистой текущей стоимостью — NPV , если ограничен капитальный бюджет инвестора).

Показатель внутренней нормы доходности наиболее применим для сравнительной оценки проектов в рамках более широкого диапазона случаев.

Например, его можно сравнивать:

1. С уровнем рентабельности активов (имущества) в процессе эксплуатационной деятельности предприятия.
2. Со средней нормой доходности инвестиций по предприятию в целом.
3. С нормой доходности по альтернативным видам инвестирования (по депозитным вкладам в банках, по государственным облигационным займам и т. д.).

Поэтому любое предприятие (инвестор) с учетом уровня инвестиционного риска вправе установить для себя приемлемую величину внутренней нормы доходности. Проекты с более низким значением данного показателя инвестор отвергает как не соответствующие требованиям эффективности реальных инвестиций.

Модифицированный метод внутренней нормы доходности ($MIRR$) представляет собой усовершенствованную модель IRR . Он дает более правильную оценку ставки дисконтирования и снимает проблему множественности нормы доходности на различных этапах (шагах) оценки проекта. Содержание метода заключается в следующем.

Шаг 1. Все денежные потоки доходов от проекта приводят к будущей (конечной) стоимости по ставке средневзвешенной стоимости капитала ($WACC$) и суммируют.

Шаг 2. Полученную сумму приводят к настоящей стоимости по единой ставке IRR .

Шаг 3. Из настоящей стоимости доходов вычитают настоящую стоимость инвестиционных затрат и вычисляют чистую текущую стоимость (NPV) проекта.

Шаг 4. Чистую текущую стоимость проекта делят на настоящую стоимость инвестиций:

$$\left(MIRR = \frac{NPV}{I} \times 100 \right)$$

и определяют реальную величину внутренней нормы доходности проекта ($MIRR$).

Каждый из методов оценки дает возможность специалистам предприятия изучить характерные особенности проекта и принять правильное решение. Поэтому опытные аналитики используют все основные методы в инвестиционном анализе каждого проекта, а компьютерные технологии облегчают решение этой задачи. Следовательно, основные критерии принятия инвестиционных решений следующие:

- отсутствие более выгодных альтернатив;
- минимизация риска потерь от инфляции;
- краткость срока окупаемости капитальных вложений;
- дешевизна проекта;
- обеспечение стабильности поступления для себя доходов от проекта в течение продолжительного времени;
- высокая рентабельность инвестиций после дисконтирования;
- достаточность инвестиционных ресурсов для осуществления проекта и др.

Используя комбинацию указанных параметров, руководство предприятия может принять правильное решение в пользу того или иного проекта, отвечающее его стратегическим целям. Главное требование к инвестиционному портфелю предприятия — его сбалансированность. Это означает, что необходимо располагать проектами, которые в настоящее или ближайшее время обеспечат предприятие денежными средствами, а также перспективными проектами, которые принесут высокую отдачу (в форме чистого денежного потока) в будущем. Одновременно необходимо деинвестировать денежные средства из стареющих видов производства в более современные, обеспечивающие конкурентоспособность продукции предприятия.

Очень часто на практике предприятие, выбрав рентабельный проект, сталкивается с дефицитом денежных средств для его реализации. В таких случаях целесообразно осуществить дополнительные расчеты с учетом возможности привлечения внутренних и внешних источников финансирования.

Привлечение заемных средств для реализации проекта нередко повышает рентабельность собственного капитала, вложенного в него. Однако это наблюдается в том случае, если доходность инвестиций выше «цены кредита» (ставки процента за кредит). При этом возрастают инвестиционные возможности предприятия. Справедливость такого утверждения вытекает из табл. 3.6.

Таблица 3.6. Расчет эффекта финансового рычага по двум инвестиционным проектам

Показатели	Проекты	
	1	2
Объем инвестируемых средств (капиталовложений), млн руб.	18,0	18,0
В том числе:	18,0	9,0
собственные средства	-	9,0
заемные средства		
Норма общей прибыли на вложенный капитал, %	25,0	25,0
Ставка процента за кредит, %		15,0
Ставка налога на прибыль, %	24,0	24,0
Общая прибыль (18 х 0,25), млн руб.	4,5	4,5
Сумма налога на прибыль (4,5 х 0,24), млн руб.	1,08	1,08
Сумма процентов за кредит (9,0 х 0,15), млн руб.		1,35
Чистая прибыль: - по проекту № 1 (4,5 - 1,08 = 3,42) - по проекту № 2 (4,5 - 1,08 - 1,35 = 2,07)	3,42	2,07
Норма чистой прибыли, приходящаяся на собственные средства: - по проекту № 1 (3,42 / 18,0 х 100 = 19) - по проекту № 2	19,0	23,0
Эффект финансового рычага по проекту № 2 (1 - 0,24) х (25 - 15) х 9/9 = 7,6%		7,6

Как следует из данных табл. 3.6, эффект финансового рычага (ЭФР) достигается за счет того, что к норме прибыли на собственный капитал присоединяется прибыль, полученная благодаря использованию заемных средств, несмотря на их платность. ЭФР рассчитывают по формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - H_c) \times (P_a - \overline{СП}) \times \frac{ЗС}{СС}, \quad (3.32)$$

где H_c — ставка налога на прибыль, доли единицы; P_a — рентабельность активов, %; $\overline{СП}$ — средняя процентная ставка за банковский кредит; $P_a - \overline{СП}$ — дифференциал эффекта; $ЗС$ — заемные средства; $СС$ — собственные средства; $ЗС/СС$ — коэффициент задолженности.

При положительном значении ЭФР предприятие имеет прибавку к рентабельности собственных средств (при условии $P_a > \overline{СП}$). При отрицательном значении ЭФР ($P_a < \overline{СП}$) вычет из доходности собственных средств, т. е. полученный банковский кредит использован неэффективно.

В приведенном примере за счет использования заемных средств норма чистой прибыли на собственные средства по проекту № 2 выше, чем по проекту № 1. Эффект финансового рычага в 7,6% ($10\% \times 0,76$) достигнут за счет того, что норма прибыли на инвестируемый капитал превышает ставку ссудного процента. В табл. 3.6 такое превышение составляет 10% ($25 - 15$). По проекту № 1 эффект отсутствует, так как заемные средства для его реализации не привлекались.

Для принятия обоснованного инвестиционного решения следует ответить на несколько ключевых вопросов.

1. Какие факторы мешают росту эффективности инвестирования?
2. Какова сила их влияния на производственно-коммерческую деятельность предприятия?
3. Какова их реальная долговечность с учетом фактора времени?
4. Какие новые факторы могут препятствовать инвестированию в будущем?
5. Насколько надежна защита предприятия от неблагоприятных факторов?
6. Насколько эффективность инвестиций зависит от изменения экономической конъюнктуры?

В настоящее время многие крупные капиталоемкие проекты имеют, как правило, низкие показатели доходности и длительные сроки окупаемости. Поэтому они должны финансироваться за счет средств федерального и региональных бюджетов. Те сферы предпринимательской деятельности, которые дают быструю отдачу в форме прибыли (дохода) или имеют высокую оборачиваемость вложенных средств, целесообразно финансировать за счет собственных средств инвесторов (производство товаров народного потребления, торговля и др.). Реальный процесс принятия управленческих решений требует обширной информации и множества финансовых расчетов, которые находят отражение в бизнес-планах предприятий.

При выборе инвестиционной стратегии предприятию необходимо учитывать жизненный цикл товара на рынке (рис. 3.2).

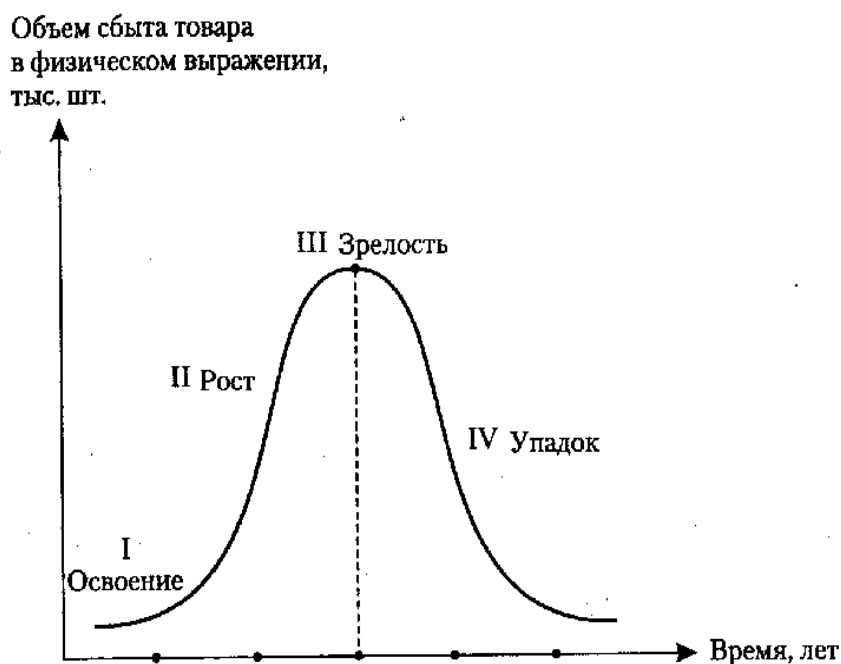


Рис. 3.2. Жизненный цикл товара

На первой стадии (освоение) доходы от продаж растут очень медленно, так как объем сбыта продукции невелик. Рынок знакомится с новым товаром. Прибыли еще нет, или она минимальна. На второй стадии (рост) наблюдается быстрое увеличение объема продаж и прибыли. На третьей стадии (зрелость) доходы от реализации остаются на постоянном уровне, поскольку возможности привлечения новых покупателей исчерпаны. Прибыль в этот период достигает своего максимального значения. На четвертой стадии (закат) жизненного цикла объем продаж падает, а прибыль стремится к нулю. Товар необходимо снимать с производства и заменять его новым. Учет жизненного цикла товара позволяет инвестору выбирать наиболее высокодоходные инвестиционные проекты.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите основные методы, используемые при оценке привлекательности проектов.
2. При каком значении NPV проект может быть одобрен инвестором?
3. В каком порядке рассчитывают NPV проекта?
4. По какой методике осуществляют прогноз денежных потоков от проекта?
5. Приведите преимущества и недостатки показателя «дисконтированный период окупаемости».
6. Сформулируйте содержание и порядок расчета *ВНД (IRR)* проекта.
7. Охарактеризуйте ключевые критерии принятия инвестиционных решений.
8. Приведите порядок расчета *ЭФР* инвестиционного проекта.
9. Какое влияние оказывает жизненный цикл товара на выбор проекта?

3.11. Анализ и оценка проектных рисков

Инвестиционная деятельность во всех ее формах сопряжена со значительным риском, что характерно для рыночной экономики. Рост уровня риска в современных условиях может быть связан:

- 1) с быстрым изменением экономической ситуации на рынке инвестиционных товаров;
- 2) с расширением предложения для инвестирования приватизированных объектов и переделом собственности;
- 3) с появлением новых эмитентов и финансовых инструментов для вложения в ценные бумаги и др.

Под инвестиционным риском понимают вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь (снижение прибыли, дохода и даже потеря капитала инвестора) вследствие наступления неблагоприятных обстоятельств. В «Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов» (издание 2000 г.) в расчетах эффективности рекомендуют учитывать «неопределенность, т. е. неполноту и неточность информации об условиях реализации проекта, и риск, т. е. возможность возникновения таких условий, которые приведут к негативным последствиям для всех или отдельных участников проекта».¹⁵ Показатели эффективности, определенные с учетом факторов неопределенности и риска, авторы «Методических рекомендаций» называют ожидаемыми. Следовательно, «неопределенность» сопутствует всем видам реально! о инвестирования, а риск объективно ей сопутствует. При этом сценарий осуществления проекта, для которого были выполнены расчеты эффективности, рассматривается как базисный, а все остальные возможные сценарии — как вызывающие те или иные позитивные или негативные отклонения от соответствующих базисному сценарию (проектных) значений параметров эффективности. Наличие или отсутствие риска, связанное с осуществлением того или иного сценария, устанавливает каждый участник проекта по величине и знаку соответствующих отклонений. Риск, связанный с возникновением тех или иных условий реализации проекта, зависит от того, с точки зрения чьих интересов его оценивают (риск участника проекта, акционера, кредитора и т. д.). Отдельные факторы неопределенности учитывают в расчетах эффективности, если при неодинаковых значениях данных факторов затраты и результаты по проекту существенно различаются. В «Методических

¹⁵ См. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция). М.: Экономика, 2000. С. 74.

рекомендациях» определено, что «проект считается устойчивым, если при всех сценариях он оказывается эффективным и финансово реализуемым, а возможные неблагоприятные последствия устраняются мерами, предусмотренными организационно-экономическим механизмом проекта».¹⁶ Если такие меры не позволяют повысить устойчивость проекта, то он отвергается предприятием.

Следует отметить, что инвестиционные риски классифицируют: по формам проявления; по формам инвестирования; по источникам возникновения. По формам проявления выделяют экономические, политические, социальные, экологические и прочие виды проектных рисков. По формам инвестирования различают риски, связанные с реализацией реальных инвестиционных проектов и управлением фондовым портфелем (финансовыми активами). Наконец, по источникам возникновения выделяют два вида рисков — системный (рыночный) и несистемный (специфический).

Системный (рыночный) риск характерен для всех участников инвестиционного процесса и определяется объективными факторами:

1. Сменой стадий экономического цикла развития страны.
2. Изменением конъюнктурных циклов развития рынка инвестиционных товаров.
3. Новациями налогового законодательства в сфере инвестирования.
4. Ужесточением политики государства на рынке ссудного капитала (кредитная рестрикция) и др.

Системный риск является недиверсифицируемым для каждого конкретного инвестора. Он может возникнуть неожиданно, и его последствия трудно спрогнозировать. Несистемный (специфический) риск характерен для конкретного проекта или для отдельного инвестора. Негативные последствия несистемного риска можно предотвратить или значительно снизить за счет более рационального управления инвестиционным портфелем.

В процессе оценки возможного размера финансовых потерь от инвестиционной деятельности используют абсолютные и относительные показатели. Абсолютный объем финансовых потерь, связанных с реальным инвестированием, представляет собой сумму убытка (ущерба), причиненного инвестору в связи с наступлением негативных обстоятельств. Относительный размер финансовых потерь (убытка), связанных с инвестиционным риском,

¹⁶ См. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция). М.: Экономика, 2000. С. 75.

выражается отношением суммы возможного убытка к избранному базовому показателю (к величине ожидаемого дохода от инвестиций или к сумме вложенного капитала в данный проект):

$$K_{ip} = \frac{\sum \text{убытка}}{I} \times 100, \quad (3.33)$$

где K_{ip} — коэффициент инвестиционного риска, %; I — объем инвестиций (капиталовложений), направляемых в конкретный проект.

Подобные финансовые потери можно считать низкими, если их уровень к объему инвестиций по проекту не превышает 5%, средними, если данный показатель колеблется в пределах свыше 5 и до 10%; высокими — более 10 и до 20%; очень высокими, если их уровень превышает 20%.

Наиболее распространенными методами анализа и оценки проектных рисков являются:

- статистический;
- анализ целесообразности затрат;
- метод экспертных оценок;
- метод использования аналогов.

Содержание статистического метода заключается в изучении доходов и потерь от вложения капитала и установлении частоты их возникновения. На основе полученных данных составляют прогноз на будущее. В процессе применения этого метода осуществляют расчет среднеквадратического отклонения, дисперсии, коэффициента вариации.

Показатель среднеквадратического (стандартного) отклонения (σ) по инвестиционному проекту рассчитывают по формуле:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^n (D_t - \bar{D})^2} \times P_1, \quad (3.34)$$

где t — число периодов (мес., лет); n — число наблюдений; D_t — расчетный доход по инвестиционному проекту i -го вида при различных значениях конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров; $\bar{D}$ — средний ожидаемый доход (чистый денежный поток, NPV) по проекту; P_1 — значение вероятности, которое соответствует расчетному доходу (общая величина $P=1$), доли единицы. Устанавливают экспертным путем.

Вариация выражает изменения (колебательность) количественной оценки признака при переходе от одного случая (варианта) к другому. Например,

изменение рентабельности активов (собственного капитала, инвестиций и др.) можно определить, суммируя произведение фактических значений экономической рентабельности активов ($\mathcal{E}P_{ai}$) на соответствующие вероятности. (P_i):

$$\mathcal{E}P_a = \sum_{i=1}^n \mathcal{E}P_{ai} \times P_i \quad (3.35)$$

Стандартное отклонение определяют как квадратный корень из средневзвешенной дисперсии ($\sqrt{D}$). Чем выше будет полученный результат, тем более рисковым является рассматриваемый проект. Коэффициент вариации (K_v) позволяет оценить уровень риска, если показатели средних ожидаемых доходов по проектам отличаются между собой:

$$K_v = \frac{\mathcal{S}}{\overline{D}}, \quad (3.36)$$

где $\mathcal{S}$ — показатель среднеквадратического отклонения; $\overline{D}$ — средний ожидаемый доход (чистый денежный поток, NPV) по проекту.

При сравнении проектов по уровню риска предпочтение отдают тому их них, по которому значение K самое минимальное, что свидетельствует о наиболее благоприятном соотношении риска и дохода.

Статистический метод расчета уровня риска требует наличия большого объема информации, которая не всегда имеется у инвестора (инициатора проекта).

Анализ целесообразности затрат ориентирован на выявление потенциальных зон риска. Перерасход инвестиционных затрат может быть вызван следующими факторами:

- изменением границ проектирования;
- возникновением дополнительных затрат у подрядчика в ходе строительства объекта;
- различием в эффективности проектов (доходности, окупаемости, безопасности);
- первоначальной недооценкой стоимости проекта и т. д.

Эти ключевые факторы могут быть детализированы с целью определения уровня риска капитальных затрат.

Метод экспертных оценок основан на анкетировании специалистов-экспертов. Полученные результаты статистики обрабатывают в соответствии с поставленной аналитической задачей. Для получения более представительной информации к участию в экспертизе привлекают

специалистов, имеющих высокий профессиональный уровень и большой практический опыт работы в области реального инвестирования.

Метод использования аналогов заключается в поиске и использовании сходства, подобия явлений (проектов) и их сопоставлении с другими аналогичными объектами. Для данного метода, как и для метода экспертных оценок, характерен определенный субъективизм, поскольку решающее значение при оценке объектов имеют интуиция, опыт и знания эксперта или аналитика.

В «Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов» предлагаются следующие методы оценки проектных рисков в условиях неопределенности:

1. Укрупненная оценка устойчивости.
2. Расчет уровня безубыточности.
3. Метод вариации параметров.
4. Оценка ожидаемого эффекта проекта с учетом количественных характеристик неопределенности.

Указанные методы (кроме первого) предусматривают построение сценариев осуществления проекта в наиболее рискованных для его участников условиях, а также оценку их финансовых последствий. Разработка сценариев реализации проекта дает возможность предусмотреть меры по минимизации или перераспределению возможных потерь. При выявлении неустойчивости проекта целесообразно внести необходимые коррективы в организационно-экономический механизм реализации проекта:

- изменить объемы или условия получения кредитов и займов (например, предусмотреть более «льготный» график их погашения);
- предусмотреть образование необходимых денежных резервов;
- внести необходимые изменения в порядок взаиморасчетов между участниками проекта;
- предусмотреть коммерческое страхование участников проекта на различные страховые случаи.

Если после этих корректировок проект остается неустойчивым, то лучше отказаться от его реализации.

При укрупненной оценке устойчивости проекта в целом для повышения его реализуемости целесообразно:

- использовать умеренно-пессимистические прогнозы технико-экономических показателей (налоговых ставок, обменных курсов валют, объема производства и цен на продукцию, сроков выполнения и стоимости отдельных видов строительно-монтажных работ и др.);

- сформировать резервы денежных средств на непредвиденные инвестиционные и текущие затраты, вызванные ошибками проектировщика или пересмотром проектных решений в ходе строительства;
- повысить норму дисконта (в расчетах коммерческой эффективности) на величину поправки на риск.

При соблюдении этих условий проект можно рассматривать как устойчивый в целом, если он имеет положительное значение ожидаемого чистого дисконтированного дохода.

Устойчивость инвестиционного проекта с позиции предприятия-участника при возможных изменениях условий его реализации может быть оценена по результатам расчетов коммерческой эффективности для базового сценария его реализации путем анализа денежных потоков. Включенные в расчет денежные потоки вычисляют по всем видам деятельности участника (текущей, инвестиционной и финансовой) с учетом условий предоставления и погашения займов. Для укрупненной оценки устойчивости проекта часто используют показатели внутренней нормы доходности и индекса доходности дисконтированных затрат. Проект считается устойчивым, если значение *ВНД* достаточно велико (не менее 25-30%); при значении нормы дисконта не выше 15% не предполагается займов по реальным ставкам (превышающим *ВНД*), а индекс доходности дисконтированных затрат превышает 1,2. Условие устойчивости проекта: на каждом шаге расчетного периода сумма накопленного сальдо денежного потока от всех видов деятельности (накопленного эффекта) и финансовых резервов должна быть положительным числом. Целесообразно, чтобы она составляла не менее 5% суммы чистых текущих издержек и инвестиционных затрат на конкретном шаге расчета. Степень устойчивости проекта к возможным колебаниям условий реализации может быть оценена с помощью показателей границ безубыточности и предельных значений таких параметров проекта как объем производства, цена производимой продукции и др. Подобные показатели используют только для характеристики влияния возможного изменения показателей проекта на его эффективность и финансовую реализуемость. Границу безубыточности параметра проекта для некоторого шага расчета устанавливают с помощью коэффициента к значению этого параметра на данном шаге, при использовании которого чистая прибыль в проекте (на этом шаге) равна нулю. Уровень безубыточности (критическую точку безубыточности) определяют для проекта в целом. Безубыточность хозяйственной деятельности объекта инвестирования (на стадии его эксплуатации) достигается при таком объеме производства (или продаж),

который равен сумме текущих издержек. График безубыточности представлен на рис. 3.3.

Формула для расчета порогового объема производства ($Q_{пор}$) имеет вид:

$$Q_{пор} = \frac{СИ}{1 - ПИ} \quad (3.37)$$

где $СИ$ — условно-постоянные (стабильные) издержки в стоимостном выражении; $ПИ$ — доля условно-переменных издержек в объеме производства (продаж), выраженная в частях единицы.

Объем производства в физическом выражении ($Q_{физ}$) рассчитывают по формуле:

$$Q_{физ} = \frac{Q_{пор}}{Ц_p}, \quad (3.38)$$

где $Ц_p$ — цена реализации единицы товара.

При использовании указанных формул все цены и издержки учитывают без НДС.

Коэффициент безубыточности определяют по формуле:

$$K_{бу} = \frac{ОИ - ПИ}{ВП - ПИ}, \quad (3.39)$$

где $K_{бу}$ — коэффициент безубыточности на соответствующем шаге расчета эффективности проекта; $ОИ$ — общие издержки (условно-постоянные и условно-переменные); $ПИ$ — переменные издержки; $ВП$ — выручка от продажи товаров (без косвенных налогов).

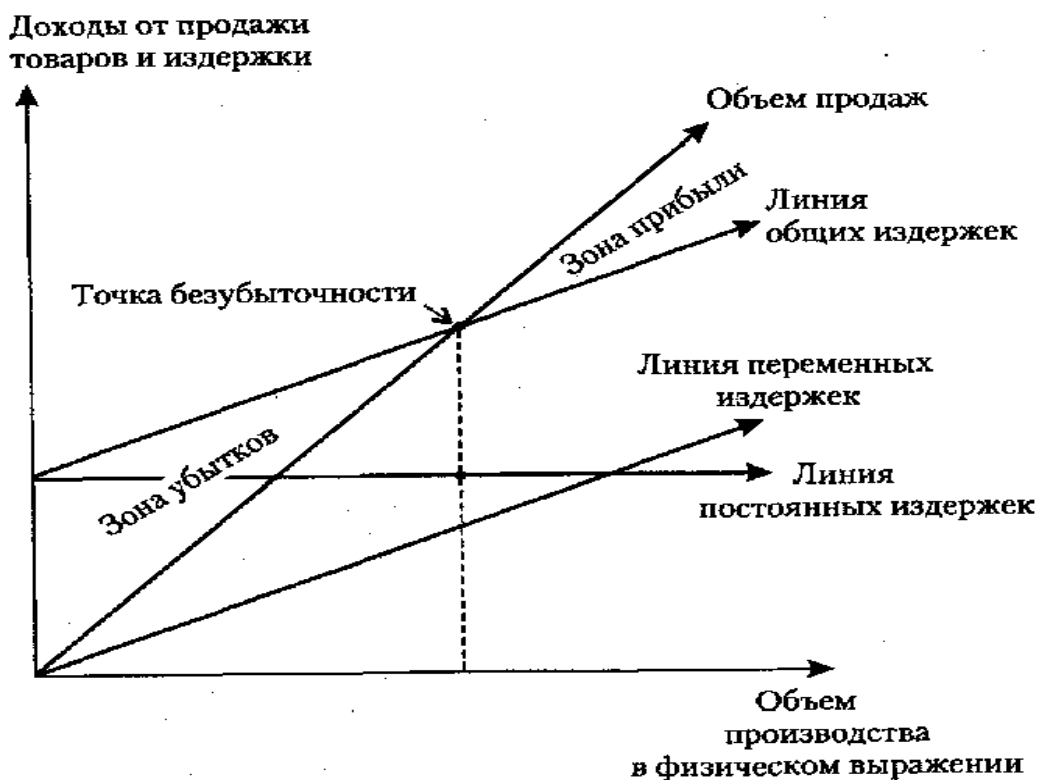


Рис. 3.3. График безубыточности

На практике проект считают устойчивым, если в расчетах по проекту в целом коэффициент безубыточности равен 0,6-0,7 после освоения проектных мощностей. Более высокое значение данного показателя свидетельствует о недостаточной устойчивости проекта к колебаниям спроса на продукцию на соответствующем шаге расчета. Следует иметь в виду, что удовлетворительные значения уровня безубыточности на каждом шаге не гарантируют эффективность проекта (положительность чистого дисконтированного дохода). В то же время высокие значения уровня безубыточности на отдельных шагах нельзя рассматривать как фактор нереализуемости проекта (например, на этапе освоения вводимых мощностей или в период капитального ремонта крупного технологического оборудования они могут превышать единицу).

Метод вариации параметров используют в тех случаях, когда выходные показатели проекта могут существенно измениться при неблагоприятном колебании отдельных параметров (отклонении от проектных). Целесообразно проверять реализуемость и оценивать эффективность проекта исходя из изменения следующих параметров:

- инвестиционных затрат;
- объема производства;
- издержек производства и сбыта продукции;
- процента за кредит;

задержки платежей;

длительности расчетного периода (момента прекращения реализации проекта);

прогнозов общего индекса инфляции, индексов цен и др.

При отсутствии информации о возможных, с позиции участника проекта, пределах изменения значений указанных параметров рекомендуют провести вариантные расчеты реализуемости и эффективности проекта последовательно для следующих сценариев.

1. Увеличение капиталовложений. При этом стоимость работ, выполняемых строительными организациями РФ, и стоимость оборудования отечественного изготовления повышают на 20%, а стоимость работ и оборудования иностранных фирм — на 10%. Поэтому изменяются стоимость основных средств и размеры амортизационных отчислений в составе издержек производства.

2. Повышение на 20% от проектного уровня издержек производства. В результате изменяется стоимость материальных запасов в составе оборотных активов.

3. Понижение объема выручки от продаж до 80% от проектного уровня.

4. Увеличение на 100% времени задержки платежей за продукцию, поставляемую без предварительной оплаты.

5. Увеличение процента за кредит на 40% его проектного значения по рублевым и на 20% по валютным кредитам. Проект считают устойчивым по отношению к возможным изменениям параметров, если при всех рассмотренных сценариях:

- чистый дисконтированный доход положителен;
- достигается необходимый резерв финансовой реализуемости проекта.

Если при каком-либо из рассмотренных сценариев хотя бы одно из перечисленных условий не выполняется, то целесообразно осуществить более детальный анализ пределов возможных колебаний соответствующего параметра и при возможности уточнить верхние границы данных колебаний. Если после такой корректировки условия устойчивости проекта не соблюдаются, то этот проект целесообразно отклонить.

Оценку ожидаемого эффекта проекта с учетом количественных параметров неопределенности осуществляют при наличии более детальной информации о различных сценариях его реализации. В этом случае должны быть известны вероятности реализации сценариев и значения ключевых технико-экономических показателей при каждом из сценариев. В таких условиях можно рассчитать обобщающий показатель эффективности проекта —

ожидаемый интегральный эффект (ожидаемый чистый дисконтированный доход, ЧДД). Подобную оценку можно производить как с учетом, так и без учета схемы финансирования проекта. Цель проектной схемы финансирования — оценить возможные параметры финансового обеспечения проекта. Она призвана обеспечить финансовую реализуемость проекта и эффективность (положительный ЧДД) участия в нем.

Для выбранного сценария по каждому шагу расчетного периода определяют реальные притоки и оттоки денежных средств и обобщающие показатели эффективности. По сценариям, характеризующим чрезвычайные ситуации (аварии, стихийные бедствия, неожиданные изменения рыночной конъюнктуры), учитывают возникающие при этом дополнительные затраты. При вычислении чистого дисконтированного дохода (ЧДД) по каждому сценарию норму дисконта принимают безрисковой. Исходную информацию о факторах неопределенности представляют в форме вероятностей отдельных сценариев или интервалов изменения этих вероятностей. Тем самым устанавливают примерный перечень допустимых (вытекающих из имеющейся информации) вероятностных распределений показателей эффективности проекта. Большое значение имеет проверка финансовой реализуемости проекта. Нарушение условий реализуемости рассматривают как необходимую предпосылку прекращения проекта. При этом учитывают потери и доходы участников проекта, связанные с прекращением его реализации. Риск нереализуемости проекта выражают через суммарную вероятность сценариев, при которых нарушаются условия его финансовой реализуемости.

На базе показателей отдельных сценариев определяют обобщающие параметры эффективности проекта с учетом факторов неопределенности — показатели ожидаемой эффективности. Основным таким параметром, используемым для сравнения различных проектов (вариантов проекта) и выбора приоритетного из них, является чистый дисконтированный доход. Данный показатель используют для обоснования рациональных размеров и форм резервирования и страхования. Методы расчета показателей ожидаемого эффекта зависят от имеющейся информации о неопределенных условиях реализации проекта.

На основе рассмотрения методов анализа и оценки проектных рисков можно сделать следующие выводы.

1. На случай наступления неблагоприятных обстоятельств должны быть приняты меры по снижению проектных рисков за счет создания резервов

денежных и материальных ресурсов, производственных мощностей и возможной переориентации деятельности предприятия.

2. Значительно понизить инвестиционные риски возможно путем обоснованного прогнозирования, самострахования, страхования инвестиций, передачи части проектных рисков сторонним юридическим и физическим лицам (развитие проектного финансирования, выдачи заемщикам консорциальных кредитов сообществом крупных банков и др.).
3. Самострахование связано с формированием из чистой прибыли резервных фондов и покрытия за счет них возможных убытков. Самострахование имеет смысл, когда вероятность потерь невелика или когда предприятие располагает большим количеством однотипного оборудования и транспортных средств.
4. В мировой практике применяют и другие способы защиты от инвестиционных рисков. Так, при реализации дорогостоящих наукоемких проектов практикуют перевод части риска на венчурные (рисковые) компании (фонды). Последние в случае неудачи всего проекта примут на себя часть возможных потерь инициатора проекта.
5. Самый верный способ снижения проектных рисков — обоснованный выбор инвестиционных решений, что находит отражение в технико-экономическом обосновании и бизнес-плане инвестиционного проекта.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите основные причины возникновения инвестиционных рисков.
2. Приведите классификацию инвестиционных рисков.
3. Охарактеризуйте основные методы анализа и оценки проектных рисков.
4. Раскройте содержание метода укрупненной оценки устойчивости проекта.
5. Сформулируйте содержание метода оценки риска с помощью показателя определения критической точки безубыточности.
6. Приведите методику расчета коэффициента безубыточности проекта.
7. Раскройте содержание метода вариации параметров инвестиционного проекта.

3.12. Оперативное управление портфелем реальных инвестиций

На базе детальной оценки каждого инвестиционного проекта осуществляют окончательный их отбор в формируемый предприятием портфель реальных инвестиций. Формирование портфеля реальных инвестиций базируется на следующих принципах.

1. Множественность критериев отбора для включения реальных проектов в инвестиционный портфель предприятия. Данный принцип позволяет учесть

при формировании портфеля всю систему целей и задач инвестиционной деятельности, которые обусловлены внешней и внутренней социально-экономической средой. Этот принцип базируется на ранжировании целей и задач инвестирования по их важности для предприятия (инвестора). Например, такие параметры, как доходность, срок окупаемости и безопасность инвестиций и др.

2. Классификация критериев по видам инвестиционных проектов. Такую классификацию критериев осуществляют по проектам, носящим затратный характер, по проектам замещения, по независимым и иным проектам.
3. Учет влияния объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия. Такими ограничениями являются: планируемый объем капиталовложений; формы и направления отраслевой и региональной диверсификации инвестиционной деятельности; наличие собственных источников финансирования капиталовложений; возможности привлечения средств с финансового рынка и др.
4. Достижение взаимосвязи инвестиционной с текущей (обычной) и финансовой деятельностью предприятия. Данная взаимосвязь обеспечивается формированием денежных потоков от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности и их концентрацией в едином денежном потоке в рамках конкретных интервалов (периодов) времени. Так, реализация конкретного инвестиционного проекта и портфеля в целом обеспечивается соответствующими источниками финансирования от текущей и финансовой деятельности (например, чистая прибыль, амортизационные отчисления, средства, поступающие с кредитного и фондового рынков). Возвратный денежный поток от инвестиционной деятельности формируется после успешной реализации проектов с заданными параметрами эффективности.
5. Сбалансированность портфеля инвестиций с материальными и финансовыми ресурсами предприятия. Она обеспечивается с помощью таких параметров, как «доходность — риск» и «доходность — ликвидность» с учетом выбранной инвестиционной стратегии (консервативной, умеренной и агрессивной). В процессе обеспечения сбалансированности инвестиционного портфеля необходимо изыскать возможности снижения уровня риска и повышения его ликвидности при заданном уровне доходности реальных проектов.

С учетом указанных параметров финансовый аспект управления инвестиционным портфелем заключается в формировании бюджета капиталовложений.

Разработка бюджета реализации портфеля реальных инвестиций включает решение двух основных задач.

1. Определение объема и структуры капитальных затрат в разрезе отдельных этапов оперативного (календарного) плана.
2. Обеспечение необходимого для возмещения этих затрат потока финансовых ресурсов (источников финансирования капиталовложений) в рамках общего объема реальных денежных средств, выделяемых на реализацию конкретного проекта.

Исходной базой для разработки капитального бюджета служит следующая информация:

- оперативный (календарный) план реализации проекта;
- общая схема его финансирования;
- сводный сметный расчет и локальные сметы на выполнение отдельных видов строительно-монтажных работ;
- предварительный график денежного потока по отдельным этапам (шкам) осуществления проекта;
- финансовое положение предприятия в текущем периоде. Капитальный бюджет реализации проекта включает два раздела:

- капитальные затраты по их видам;
- источники их финансирования.

Форма капитального бюджета предприятия представлена на рис. 3.4. На практике капитальный бюджет предприятия часто ограничен. Поэтому перед его руководством часто стоит задача: установить такую комбинацию проектов, которая в рамках имеющихся денежных средств дает наибольший объем чистого денежного потока.

Данная задача сводится к подбору комбинации проектов, которая максимизирует чистую текущую стоимость (NPV). Затем подбирают сочетание проектов с учетом делимости (возможности частичной реализации) или неделимости (возможности полного осуществления). Исходные данные для отбора проектов в инвестиционный портфель представлены в табл. 3.7.

Капитальный бюджет	
Капитальные затраты	Источники поступления средств
1. Строительство или приобретение зданий и сооружений	1. Собственные средства (чистая прибыль и амортизационные отчисления)
2. Приобретение машин и оборудования, требующих монтажа	2. Привлеченный акционерный (паевой) капитал
3. Приобретение машин и оборудования, не требующих монтажа	3. Средства, поступающие в порядке долевого участия в строительстве
4. Приобретение нематериальных активов	4. Финансовый лизинг
5. Прочие капитальные затраты	5. Эмиссия облигаций
6. Налоги и иные обязательные платежи в бюджет	6. Долгосрочные кредиты банков
7. Резерв для покрытия непредвиденных работ и затрат	7. Прочие источники средств
Объем капитальных вложений — всего	Общий объем источников средств, всего
	Сальдо капитальных затрат и поступлений средств (+ или -)

Рис. 3.4. Капитальный бюджет предприятия на предстоящий период (год, квартал, месяц)

Так, для делимых проектов А, Б, В и Г при капитальном бюджете в 50 млн руб. портфель инвестиций предприятия будет состоять из полной реализации проекта А (18 млн руб.) и частичной реализации проекта Б - 32 млн руб. (50,0 - 18,0).

Для повышения эффективности управления инвестиционным портфелем используют метод его текущей корректировки. Ее необходимость вызывается двумя основными причинами. Первая из них связана с появлением на рынке новых, более эффективных объектов для вложения средств. Вторая причина может быть связана со значительным снижением эффективности портфеля в процессе его реализации.

Таблица 3.7. Исходные данные для отбора проектов в инвестиционный портфель предприятия

Проекты	Капитальные вложения в проект, млн руб.	Внутренняя норма доходности (<i>IRK</i>), %	Чистая текущая стоимость (<i>NPV</i>) (гр. 2 х гр. 3): 100, млн руб.
А	18,0	55	9,9
Б	43,2	35	15,12
В	14,4	30	4,32
Г	21,6	25	5,4

В такой ситуации часто приходится принимать решение о «выходе» из отдельных инвестиционных проектов. Высокая ответственность принятия таких управленческих решений связана с тем, что они часто приводят к потере ожидаемой прибыли (дохода) и даже части вложенного капитала. Сложность принятия таких решений состоит в том, что они должны базироваться на углубленном анализе текущей конъюнктуры инвестиционного рынка и на прогнозе его дальнейшего развития.

Ключевым критерием принятия решения о «выходе» из неэффективного проекта является ожидаемое значение внутренней нормы доходности (*IRR*). Продолжение его реализации возможно при соблюдении следующего неравенства:

$$IRR > \overline{D}_c + \Pi_p + \Pi_l, \quad (3.40)$$

где $\overline{D}_c$ — средняя ставка депозитного процента, учитывающая фактор инфляции на рынке ссудного капитала, %; Π_p — уровень премии за риск, связанный с реализацией проекта, %; Π_l — уровень премии за низкую ликвидность с учетом прогнозируемого увеличения продолжительности осуществления проекта, %.

В процессе выбора конкретных форм «выхода» из инвестиционного проекта целесообразно исходить из требований экономической эффективности (минимизации потерь прибыли, дохода и вложенного капитала) и сохранения имиджа предприятия-инвестора на товарном и финансовом рынках.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите принципы формирования инвестиционного портфеля предприятия.
2. Какие задачи решают при разработке капитального бюджета?
3. Приведите информационную базу, используемую при составлении капитального бюджета.

Глава 4

ФИНАНСИРОВАНИЕ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

4.1. Источники финансирования капитальных вложений

Основным источником финансирования капитальных вложений в индустриально развитых странах с развитой рыночной экономикой являются собственные средства корпораций в форме нераспределенной прибыли и амортизации основного капитала. Они дополняются определенной долей доходов от продажи собственных ценных бумаг (акций и облигаций) и кредитов, полученных с рынка ссудного капитала (рис. 4.1).

Эффективность самофинансирования и его уровень зависят от удельного веса собственных источников в общем объеме финансовых ресурсов корпорации. В практике промышленно развитых стран (США, Канада, ЕЭС, Япония) его считают высоким, если доля собственных средств превышает 60% от общего объема финансирования (внутреннего и внешнего).

В корпорациях США в 90-е гг. прошлого столетия наблюдались следующие тенденции в долгосрочном финансировании компаний:

- собственные средства доминировали как источник финансирования. Они составляли от 70 до 90% всех привлеченных средств;
- вырученные средства направлялись главным образом на капиталовложения. На них приходилось от 70 до 80% всех инвестиций. Таким образом, капиталовложения и потоки собственных средств приблизительно равны по объемам;
- в отдельные годы имел место финансовый дефицит за счет расхождения значений объемов необходимых инвестиций и величины собственных средств. Данный дефицит покрывался за счет эмиссии ценных бумаг (акций и облигаций).

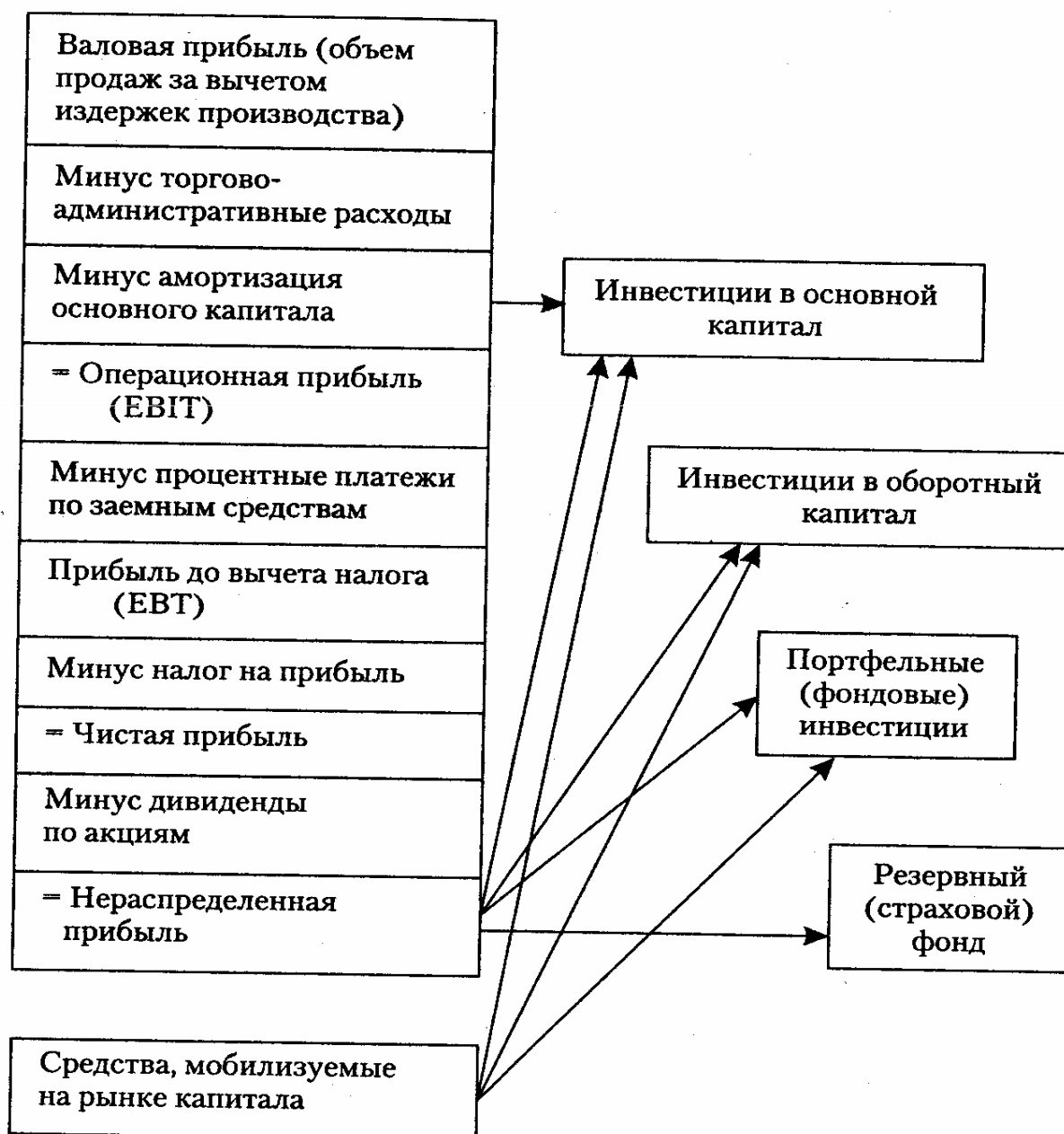


Рис. 4.1. Источники финансирования инвестиций в корпорациях США

В периоды депрессии доля капиталовложений в ВВП США падает, в период подъема экономики растет. Взаимосвязь производственных инвестиций и прибыли корпораций также носит циклический характер. Доля инвестируемой прибыли увеличивается в периоды спада деловой активности и сокращается в периоды подъема и процветания за счет резкого повышения доли дивидендных выплат акционерам. Следует иметь в виду, что вложения в основной капитал оказывают воздействие на будущую величину ВВП. Иными словами, рост производственных капиталовложений приводит к повышению производительности труда и более полной загрузке производственных мощностей. Точно так же сокращение производственных инвестиций (решение не вкладывать средства в экономику) имеет далеко

идушие негативные последствия. Таким образом, наличие достаточных инвестиционных ресурсов и их рациональное использование являются долгосрочным фактором развития национальной экономики.

Итак, в международной практике для финансового обеспечения перспективных проектов используют следующие источники финансирования:

- средства частных компаний (корпораций) и индивидуальных инвесторов;
- возможности мирового фондового рынка;
- кредиты международных финансово-кредитных организаций (МВФ, Мирового банка, ЕБРР и др.);
- кредиты международных экспортных агентств;
- кредиты национальных коммерческих банков и т. д.

Конечно, ни один из перечисленных источников не является единственно возможным и гарантированным для крупных и средних вложений в экономику России. Для многих крупных проектов целесообразно привлечение комбинированных (смешанных) источников финансирования. Это связано с тем, что в Российской Федерации пока не сформирован полнокровный рынок корпоративных ценных бумаг. Инвестиционный процесс ограничен главным образом простым воспроизводством основного капитала. Он предполагает отвлечение значительной части валового внутреннего продукта (ВВП) от текущего потребления на цели накопления. Инвестиционные ресурсы исключаются из расширенного воспроизводства на весь период до ввода в действие производственных мощностей и объектов. В дальнейшем вложенные средства возвращаются инвестору (застройщику) в процессе эксплуатации объектов строительства (за счет выручки от продажи товаров). Большая длительность инвестиционного цикла и высокая стоимость строящихся объектов требуют выделения специальных ресурсов (материалов, оборудования и др.), экономический оборот которых опосредуют денежные средства.

Формирование денежных ресурсов, потенциально доступных для финансирования инвестиций, опосредовано системой распределительных отношений в народном хозяйстве России. Основным источником всех инвестиций являются валовые сбережения, т. е. часть располагаемого дохода, не использованного на конечное потребление товаров и услуг. Уровень валовых сбережений и накоплений в РФ представлен в табл. 4.1.

Из ее данных следует, что значительную часть сберегаемых в экономике ресурсов не направляют на цели накопления основного капитала. Систематически снижается использование сберегаемых денежных средств на

цели инвестирования. Если в 1990 г. для инвестирования в основной капитал направлялось 92,5% всех сбережений, то в 1999 г. только 63,0%, т. е. за последние девять лет эта доля уменьшилась на одну треть. По сравнению с аналогичными показателями развитых государств это очень низкий уровень капитализации сбережений (например, в США этот показатель в 1990-1999 гг. превышал 108%). Валовые накопления в основной капитал по отношению к их пороговому значению достигли особенно низкого значения в 1997-1999 гг. В последующие два года ситуация несколько улучшилась в связи с ростом объема инвестиций в основной капитал, но продолжает оставаться тревожной, требующей внимания органов федеральной исполнительной власти. Понимая объективную необходимость масштабного обновления производственного потенциала народного хозяйства России, а

Таблица 4.1. Доля валовых сбережений и накоплений в ВВП¹⁷

Показатели	Годы									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1. Валовые сбережения в ВВП, %	31,0	38,8	52,7	37,0	30,0	30,0	27,2	30,0	17,1	25,6
2. Валовые накопления основного капитала, %	28,7	23,3	24,7	21,0	22,0	21,3	21,7	19,9	17,5	16,3
3. Пороговая величина валового накопления основного капитала, %	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
4. Валовое накопление основного капитала к валовым сбережениям, %	92,5	59,9	46,9	56,7	73,3	71,0	78,1	66,9	101,4	63,0

также его модернизации и технологического прорыва, видно, что приведенные данные свидетельствуют о реальном дефиците валового накопления основного капитала. Источники финансирования реальных

¹⁷ Экономист. 2000. № 7. С. 15; № 9. С. 17.

инвестиций (капитальных вложений) тесно связаны с системой финансово-кредитных отношений, возникающих на микроуровне между участниками инвестиционного процесса — застройщиками, подрядчиками, банками, государством и иными субъектами (рис. 4.2).

Среди источников финансирования инвестиционных проектов обычно выделяют:

- собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы застройщиков-инвесторов (чистая прибыль; амортизационные отчисления; средства, выплачиваемые органами страхования в форме возмещения потерь от стихийных бедствий, аварий и т. д.);
- заемные средства (банковские кредиты, облигационные займы и др.);
- привлеченные средства (средства, полученные от эмиссии акций, паевые и иные взносы юридических и физических лиц в уставный (складочный) капитал);
- денежные средства, централизуемые добровольными союзами (объединениями) предприятий и финансово-промышленными группами, а также мобилизуемые застройщиками в порядке долевого участия в строительстве объектов;
- средства федерального бюджета, предоставляемые на безвозмездной и возмездной основе, а также средства бюджетов субъектов РФ;
- средства, предоставляемые иностранными инвесторами в форме кредитов, займов, взносов в уставные (складочные) капиталы российских предприятий;
- кредиты и займы, предоставляемые России международными финансово-кредитными организациями и другими государствами под гарантии Правительства РФ.

Начиная с 90-х гг. прошлого столетия иностранные инвестиции играют важную роль в демонополизации экономики России и расширении емкости ее товарного рынка. Оживление производства в 2000-2001 гг. не означает, что оно получило поступательное развитие. Объем выпуска многих видов товаров (особенно в машиностроении) остается значительно ниже, чем в период, предшествующий их падению. Отсюда большая недогрузка производственных мощностей и значительное количество убыточных и малорентабельных предприятий. Поданным Минэкономразвити РФ, на

начало 2001 г. производственные мощности использовались на 50%, а убыточных предприятий было почти 40%.



Рис. 4.2. Финансовый механизм инвестиционной деятельности в РФ

Главное, что мешает выходу экономики России из депрессивного состояния, — узость рынка сбыта продукции по сравнению с имеющимися производственными возможностями, недостаточность финансовых ресурсов для закупки дорогостоящего оборудования, реконструкции и технического перевооружения действующего производства. Чтобы выйти из состояния

застоя, России необходим внешний источник финансирования в форме прямых иностранных инвестиций в реальный сектор экономики. По состоянию на 01.01.2001 г. в секторе нефинансовых предприятий накоплено \$32 млрд иностранных инвестиций (включая рублевые).¹⁸

Среди ряда отечественных экономистов распространено мнение, что денежные поступления в форме иностранных инвестиций — это всегда способ увеличения доходов государства. На практике если государство регулярно принимает прямые и портфельные иностранные инвестиции в постоянном размере, то через некоторое время такая система превращается из способа получения дополнительных доходов в механизм оттока капитала из страны. Именно такое положение характерно для современной России (табл. 4.2).¹⁹

Из ее данных следует, что с 1995 г. Россия от системы зарубежных инвестиций гораздо больше теряет, чем получает доходов. Особенно большие потери страна понесла после финансового кризиса в августе-сентябре 1998 г. Финансирование капитальных вложений в строительство объектов производственного и социального назначения можно осуществлять как за счет одного, так и нескольких источников (собственных и привлеченных средств). Структура источников финансирования капитальных вложений в России представлена в табл. 4.3.

Таблица 4.2. Иностранные инвестиции, полученные Россией в течение года, и доходы от них, направленные за границу. \$млн

Годы	Объем инвестиций, поступавших в страну	Доходы, вывезенные за рубеж	Чистый доход, полученный от привлечения иностранных инвестиций (гр. 2 - гр. 3)
1995	2983	7650	-4667
1996	6970	9768	-2698
1997	12295	13071	-756
1998	11773	16106	-14333
1999	9560	11336	-1776
2000	10300	11172	-872

¹⁸ Экономист. 2001. № 7. С. 6.

¹⁹ Экономист. 2001. № 11. С. 22.

Впервые в 2000 г. снизился удельный вес собственных средств в общем объеме инвестиционных ресурсов и повысилась доля привлеченных средств. В составе собственных источников ведущее место занимают чистая прибыль и амортизационные отчисления. После уплаты налогов и других обязательных платежей из прибыли в бюджетную систему у предприятий остается чистая прибыль. Часть ее предприятие вправе направить на финансирование капитальных вложений производственного и непроизводственного назначения. Эту часть прибыли можно использовать на инвестиции в составе фонда накопления или другого аналогичного фонда, создаваемого на предприятии. В бухгалтерском учете суммы, направляемые на финансирование капитальных вложений (прирост основного капитала), отражают на счете «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)». Вторым крупным и наиболее стабильным источником финансирования капиталовложений являются амортизационные отчисления. В отличие от прибыли, данный источник не зависит от финансовых результатов деятельности предприятия. В процессе эксплуатации основные средства изнашиваются, т. е. утрачивают свои первоначальные физические свойства и, как

Таблица 4.3. Структура источников финансирования капитальных вложений в РФ, %²⁰

Наименование источников	Годы					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Инвестиции в основной капитал, всего	100	100	100	100	100	100
В том числе: собственные средства	49,0	52,3	60,8	53,6	53,4	46,1
Из них: прибыль, оставляемая в распоряжении организаций	20,9	15,0	13,2	13,3	16,2	6,8
Амортизационные отчисления	28,1	37,3	42,6	40,3	37,2	39,3
Привлеченные средства	51,0	47,7	39,2	46,4	46,6	53,9
Из них: средства консолидированного бюджета	21,8	20,1	20,7	19,2	17,4	17,6
В том числе: из федерального бюджета	10,1	9,9	10,2	6,6	6,6	6,7
из бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов	11,7	10,2	10,5	12,6	10,8	10,9

²⁰ По данным Госкомстата России за соответствующие годы.

следствие, реальную первоначальную стоимость. Реальной первоначальной стоимостью признают сумму фактических затрат предприятия на приобретение, строительство и изготовление объектов, за исключением налога на добавленную стоимость и иных косвенных налогов. Не включают в фактические затраты на приобретение основных средств хозяйственные и другие аналогичные расходы, кроме случаев, когда они непосредственно связаны с их приобретением. Изменение первоначальной стоимости основных средств происходит в случаях достройки, дооборудования, реконструкции и частичной ликвидации отдельных объектов. Увеличение (понижение) первоначальной стоимости основных средств относят на добавочный капитал. Предприятиям предоставлено право не чаще одного раза в год (на начало отчетного периода) переоценивать объекты основных средств повосстановительной стоимости посредством индексации или прямого пересчета исходя из документально подтвержденных рыночных цен с отнесением возникающей разницы на добавочный капитал, если иной порядок не определен законодательством РФ. Стоимость объектов основных средств погашают посредством начисления амортизации, включаемой в себестоимость продукции (работ, услуг). Не подлежат амортизации объекты основных средств, потребительские свойства которых с течением времени не изменяются (например, земельные участки и объекты природопользования). Следовательно, амортизация выражает процесс постепенного списания первоначальной стоимости основных средств вследствие их физического и морального износа в производственно-торговой деятельности предприятия.

В рамках исполнения Программы реформирования бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности, утвержденными Постановлением Правительства РФ от 08.03.1998 г. № 283, начиная с 01.01.2001 г. изменен критерий для отнесения имущества к основным средствам. Таким критерием сохранен срок полезного использования. Предметы со сроком полезного использования свыше 12 месяцев независимо от их стоимости относят к основным средствам, а предметы со сроком полезного использования менее 12 месяцев учитывают в

составе материальных запасов.²¹ Срок полезного использования объекта основных средств предприятие устанавливает при принятии его к бухгалтерскому учету. В случаях улучшения (повышения) первоначально принятых нормативных показателей функционирования инвентарного объекта в результате проведенной реконструкции или модернизации пересматривают срок полезного использования по данному объекту.

Согласно Положению по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» (ПБУ 6/01) от 30.03.2001 г., предложено четыре метода расчета амортизационных отчислений вместо одного действовавшего ранее линейного метода.

1. Линейный метод.
2. Метод уменьшаемого остатка.
3. Метод списания стоимости основных средств по сумме чисел лет их полезного использования.
4. Метод списания стоимости пропорционально объему производимой продукции (работ).

Один из способов по группе однородных объектов применяют в течение всего срока их полезного использования. На протяжении этого срока начисление амортизации не приостанавливают, кроме случаев нахождения объектов основных средств на реконструкции и модернизации по решению дирекции предприятия и консервации основных фондов на срок более трех месяцев.

При линейном способе амортизацию начисляют равными долями в течение всего срока службы различных видов основных средств до полного перенесения их стоимости на издержки производства (обращения). Расчет выполняют по формуле:

$$A = \sum_{i=1}^n \frac{ПС_i \times H_i}{100}, \quad (4.1)$$

где A — расчетная сумма амортизационных отчислений; $ПС_i$ — первоначальная стоимость объекта основных средств i -го вида; H_i — норма амортизации по объекту i -го вида, %; n — количество объектов i -го вида, подлежащих амортизации ($i = 1, 2, 3 \dots n$).

²¹ Письмо Минфина РФ от 19.10.2000 г. № 16-00-13-07//Экономика и жизнь. 2000. № 45.

В соответствии со способом уменьшаемого остатка амортизацию начисляют исходя из остаточной стоимости объекта основных средств на начало отчетного года и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования данного объекта и коэффициента ускорения, установленного законодательством РФ. Коэффициент ускорения применяют по перечню высокотехнологичных отраслей и эффективных видов машин и оборудования. По движимому имуществу, составляющему объект финансового лизинга, можно применять в соответствии с условиями договора лизинга коэффициент ускорения не свыше трех. Для расчета используют формулу:

$$A = \sum_{i=1}^n \frac{OC_i \times K_y \times H_i}{100}, \quad (4.2)$$

где OC_i — остаточная стоимость объекта i -го вида на начало отчетного года; K_y — коэффициент ускорения; H_i — норма амортизации по объекту i -го вида, %.

В случае погашения стоимости объекта основных средств по сумме чисел лет срока полезного использования годовую сумму амортизационных отчислений определяют исходя из первоначальной стоимости данного объекта и годового соотношения, где в числителе число лет, остающихся до конца срока его службы, а в знаменателе — сумма чисел лет срока службы объекта:

$$A = \sum_{i=1}^n \frac{ПС_i \times T_{oi}}{T_i} \times 100 \quad (4.3)$$

где $ПС_i$ — первоначальная стоимость объекта основных средств i -го вида; T_{oi} — число лет, остающихся до конца срока службы объекта i -го вида; T_i — общий амортизационный срок службы объекта i -го вида, число лет.

При погашении стоимости объекта основных средств пропорционально объему производства продукции (работ) амортизацию начисляют исходя из объема ее выпуска в натуральном выражении за отчетный период и соотношения первоначальной стоимости объекта основных средств и предполагаемого объема продукции (работ) за весь срок его полезного использования:

$$A = \frac{ПС \times ОП_{отч}}{ОП} \quad (4.4)$$

где $ПС$ — первоначальная стоимость объекта основных средств; $ОП_{отч}$ — объем производства продукции (работ) в физическом выражении за отчетный период; $ОП$ — общий объем производства продукции (работ) в физическом выражении за весь срок полезного использования инвентарного объекта.

В течение отчетного года амортизационные отчисления по объектам основных средств начисляют ежемесячно независимо от применяемого способа начисления в размере 1/12 годовой суммы. По основным средствам, используемым на предприятиях с сезонным характером производства, годовую сумму амортизации начисляют равномерно в течение периода работы предприятия в отчетном году.

Амортизационные отчисления по инвентарным объектам начисляют с первого числа месяца, следующего за месяцем принятия его к бухгалтерскому учету, до полного погашения стоимости этого объекта либо списания его с бухгалтерского учета. Амортизационные отчисления по инвентарному объекту прекращают с первого числа месяца, следующего за месяцем полного погашения стоимости данного объекта или списания его с бухгалтерского учета. Начисленную сумму амортизации основных средств отражают в бухгалтерском учете по кредиту счета «Амортизация основных средств» в корреспонденции с дебетом счетов по учету затрат на производство (расходов на продажу). Предприятие-арендодатель показывает начисленную сумму амортизации по основным средствам, сданным в аренду, по кредиту счета «Амортизация основных средств» и дебету счета «Прочие доходы и расходы». При выбытии (продаже, списании, ликвидации, передаче безвозмездно и др.) объектов основных средств сумму начисленной по ним амортизации списывают со счета «Амортизация основных средств» в кредит счета «Основные средства» (субсчет «Выбытие основных средств»). Аналогичную запись производят при списании суммы начисленной амортизации по недостающим или полностью испорченным основным средствам.

Амортизационные отчисления являются объектом плановых финансовых расчетов (например, при составлении капитального бюджета на предстоящий год или квартал). Для определения суммы этих отчислений можно пользоваться методом прямого "чета или аналитическим.

При использовании прямого метода расчета сумму амортизационных отчислений устанавливают путем умножения первоначальной (восстановительной) стоимости объектов основных средств на соответствующие нормы (в %) по каждому из них. Полученные результаты складываются, и получают общую сумму этих отчислений по предприятию в целом. При использовании аналитического метода вначале вычисляют среднюю стоимость амортизируемых основных средств ($\overline{C_{oc}}$) на предстоящий год по формуле:

$$\overline{C_{oc}} = C_{nn} + \frac{B \times K}{12} - \frac{B_1(12-K)}{12}, \quad (4.5)$$

где C_{nn} — первоначальная (восстановительная) стоимость основных средств на начало расчетного периода; B — стоимость основных средств, вводимых в эксплуатацию в расчетном периоде; B_1 — стоимость основных средств, выбывающих из эксплуатации в расчетном периоде; K — число полных месяцев функционирования основных средств в расчетном периоде (в I кв. его принимают равным 10,5 мес.; во II кв. — 7,5; в III кв. — 4,5; в IV кв. — 1,5 мес.); $(12 - K)$ — число месяцев, остающихся до конца года после выбытия основных средств. Среднюю стоимость основных средств, амортизируемых в плановом году, умножают на среднюю фактическую норму амортизации ($\overline{H_\phi}$), которая сложилась по отчету предприятия за базовый год:

$$A_n = \frac{\overline{C_{oc}} \times \overline{H_\phi}}{100} \quad (4.6)$$

где A_n — плановая сумма амортизационных отчислений на предстоящий год по предприятию в целом.

Определенную расчетным путем сумму амортизации включают в капитальный бюджет на предстоящий год.

Аналитический метод расчета проще метода прямого счета, но дает менее точный результат, так как расчет ведут не по каждому инвентарному объекту, а по всем основным средствам предприятия.

Амортизационные отчисления, с одной стороны, являются элементом текущих затрат и участвуют в формировании прибыли предприятия, а с другой — выступают налоговыми вычетами, позволяющими исключить из налогооблагаемой базы определенную часть его доходов.

Если рассматривать амортизационные отчисления как элемент дохода предприятия, то их экономическую оценку целесообразно осуществлять по чистому дисконтированному доходу (ЧДД), размер которого за весь амортизационный срок службы конкретного объекта (например, оборудования) устанавливают по формуле:²²

$$ЧДД_0 = \sum_{0}^t \frac{A}{(1+r)^t} \quad (4.7)$$

где A — годовая сумма амортизационных отчислений, тыс. руб.; t — амортизационный срок службы оборудования, принятый предприятием для расчета амортизации, число лет; r — норма дисконта (норма доходности), уровень которой можно принять, исходя из депозитной процентной ставки банка или иного показателя, принятого на практике, доли единицы.

Пример. Предприятие установило технологическую линию стоимостью 54 млн руб. Возможны два варианта начисления амортизации стоимости оборудования при норме дисконта 0,2 (или 20%): 1) за один год; 2) за три года.

При первом варианте ЧДД за счет амортизации составит:

$$ЧДД_I = \frac{54}{(1+0,2)} = 45 \text{ млн руб.}$$

При втором варианте:

$$\begin{aligned} ЧДД_{II} &= \frac{18}{1+0,2} + \frac{18}{(1+0,2)^2} + \frac{18}{(1+0,2)^3} = \\ &= 15,0 + 12,5 + 10,4 = 37,9 \text{ млн руб} \end{aligned}$$

Таким образом, эффект первого варианта в 1,2 раза выше, чем второго. Выгода предприятия от ускоренной амортизации, т. е. использования минимальных амортизационных сроков, а следовательно, и максимальных норм амортизации, очевидна.

При недостаточности собственных средств для финансирования капитальных вложений предприятие вправе привлекать кредиты банков, а также средства, мобилизуемые на фондовом рынке. Государственные инвестиции финансируют за счет бюджетных средств, предоставляемых на безвозмездной и возвратной основе (в форме бюджетных кредитов).

²² Финансы. 1998. № 8. С. 16.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите основные источники финансирования капиталовложений, используемые за рубежом.
2. Перечислите важнейшие источники финансирования капиталовложений в России.
3. Приведите достоинства и недостатки иностранных инвестиций в экономику страны.
4. Охарактеризуйте способы начисления-амортизации на предприятиях РФ.
5. Назовите методы планирования амортизационных отчислений.
6. В каком порядке отражают амортизационные отчисления в бухгалтерском учете?
7. Из каких источников финансируют капиталовложения при дефиците собственных средств?

4.2. Организация проектирования и подрядных отношений в строительстве

В России создано более тысячи проектно-изыскательских организаций. В бывшем СССР они формировались в рамках отраслевых министерств и ведомств. Поэтому основные виды их деятельности до настоящего времени имеют отраслевую направленность. В рамках отраслевых министерств создавались комплексные технологические институты. Например, ГИПРОМЕЗ занимался проектированием металлургических заводов. Подобные институты ориентированы на проектирование отраслевых промышленных предприятий с разработкой всего комплекса проектно-сметной документации (ПСД) либо только ее технологической части. В рамках Государственного комитета по делам строительства (Госстроя) были созданы институты по проектированию строительной части крупных промышленных предприятий: архитектурно-строительная часть, отопление и вентиляция, водоснабжение, канализация и др. (например, Промстройпроект, Сантехпроект, Водоканалпроект). Эти институты работают на субподрядных началах и по заказам отраслевых технологических институтов.

Такая специализация позволяет снизить сроки проектирования (за счет распределения объема проектных работ среди нескольких проектных институтов) и повысить их качество.

В крупных городах (Москва, Санкт-Петербург, Екатеринбург, Нижний Новгород, Новосибирск и др.) созданы территориальные проектные институты для проектирования жилых и общественных зданий. Они работают по заказам как федеральных, так и региональных органов исполнительной власти.

Схема процесса проектирования зависит от типа объекта, числа стадий и степени детализации объекта. На практике проектирование можно осуществлять в одну или две стадии. Как правило, проекты крупных жилых, общественных и промышленных зданий составляют в две стадии (проект и рабочая документация). В одну стадию (рабочий проект) разрабатывают проекты индивидуальных жилых и общественных зданий при условии, что это технически несложные объекты, а также проекты типовых зданий.

Существует также предпроектная стадия — технико-экономическое обоснование строительства (ТЭО) или технико-экономический расчет стоимости строительства (ТЭР). По этим параметрам определяют экономическую целесообразность проектирования и строительства объектов. На предпроектной стадии осуществляют также топографические и геологические изыскания на строительной площадке. Проект при двухстадийном проектировании необходим для анализа и оценки архитектурно-планировочного решения (объемы, фасады, планы), предусматриваемого инженерного оборудования, рассмотрения проблем организации строительства, сметной стоимости и ключевых технико-экономических показателей для установления возможности и целесообразности сооружения объекта. Утвержденный надлежащим образом проект является исходной базой для составления рабочей документации. Последнюю разрабатывают для выполнения строительно-монтажных работ по запроектированному объекту.

На основании рабочих чертежей составляют локальные и сводные ведомости потребности в материальных ресурсах, а также локальные и объектные сметы, входящие в состав рабочей документации. Рабочий проект разрабатывают на основании утвержденного задания на проектирование, выдаваемого заказчиком проектной организации.

Он представляет собой проект, совмещенный с рабочей документацией.

В состав сметной документации могут входить:

- локальные сметы (сметные расчеты) на отдельные виды работ, которые необходимо выполнить по данному объекту;
- объектные сметы (сметные расчеты) на объект в целом, где объединены данные из локальных смет;
- сметные расчеты на отдельные виды затрат, необходимые для тех случаев, когда нужно установить по стройке в целом размер средств, требующихся для покрытия расходов, не учтенных сметными нормативами;
- сводный сметный расчет стоимости строительства, предназначенный для планирования капитальных вложений и открытия финансирования строительства в соответствующих банках. В него со ссылкой на номер

документа включают отдельными строками итоги по всем объектным сметам на отдельные виды затрат. Сводный сметный расчет составляют в текущих или прогнозных ценах;

- сводка затрат — это сметный документ, характеризующий стоимость строительства в случаях, когда за счет средств на строительство производственных объектов разрабатывают проектно-сметную документацию на объекты жилищно-гражданского назначения, базы строительной индустрии, объекты социальной сферы, бытового обслуживания населения и др. Например, сводка затрат может составляться при строительстве крупных предприятий в отдаленных и неосвоенных районах, где отсутствует база стройиндустрии, а также при освоении новых нефтегазовых месторождений в районах Крайнего Севера, Сибири и Дальнего Востока.

Взаимоотношения между заказчиком и проектной организацией (проектировщиком) регулируют договором подряда на выполнение проектно-изыскательских работ. Согласно статье 758 ГК РФ (часть вторая), проектировщик обязуется по заданию заказчика разработать техническую документацию или выполнить изыскательские работы, а заказчик — принять и оплатить их результат. По договору подряда на выполнение проектно-изыскательских работ заказчик обязан передать проектировщику задание на проектирование, а также другие исходные данные для разработки технической документации. Задание на выполнение проектных работ может быть подготовлено по поручению заказчика подрядчиком. Проектировщик обязан соблюдать требования, содержащиеся в задании на выполнение проектно-изыскательских работ, и вправе скорректировать их с согласия заказчика.

Проектировщик обязан:

- выполнить работы в соответствии с заданием на проектирование и заключенным с заказчиком договором;
- согласовать готовую техническую документацию с заказчиком, с компетентными государственными органами и органами местного самоуправления;
- передать заказчику готовую техническую документацию и результаты изыскательских работ на объекте будущего строительства в полном объеме и надлежащего качества.

Заказчик обязан:

- уплатить проектировщику установленную договором цену полностью после завершения всех работ или уплачивать ее частями после окончания отдельных этапов работ;

- использовать техническую документацию, полученную от проектировщика, только на цели, предусмотренные договором, не передавать ее третьим лицам и не разглашать содержащуюся в ней конфиденциальную информацию;
- оказывать помощь проектировщику в выполнении предусмотренных договором проектно-изыскательских работ;
- участвовать вместе с проектировщиком в согласовании готовой технической документации с соответствующими государственными органами и органами местного самоуправления;
- возместить проектировщику дополнительные расходы, вызванные изменением исходных данных для выполнения проектно-изыскательских работ вследствие обстоятельств, которые не зависят от проектировщика;
- привлечь проектировщика к участию в деле по иску, предъявленному к заказчику третьими лицами в связи с недостатками разработанной технической документации или выполненными изыскательскими работами.

Предприятия-застройщики вправе выполнять строительно-монтажные работы по возведению зданий и сооружений собственными силами (хозяйственным способом). Однако на практике застройщики часто привлекают специализированные подрядные организации (фирмы). Взаимоотношения между застройщиками и подрядчиками строятся на обычной коммерческой основе с соблюдением прав и обязанностей, вытекающих из договора строительного подряда.

Согласно статье 740 ГК РФ (часть вторая), договор строительного подряда заключают на строительство или реконструкцию предприятия, здания, сооружения или иного объекта, а также на осуществление монтажных, пусконаладочных и других неразрывно связанных со строящимся объектом работ. Рекомендуемый перечень статей договора достаточно типизирован и универсален, что позволяет использовать его в качестве базовой схемы при подготовке различных видов договоров.

Примерный перечень основных статей договора строительного подряда следующий:

- определения: полное наименование сторон договора — заказчика и подрядчика — с указанием их реквизитов, наименование предмета договора;
- предмет договора — изложение задания заказчика в общей форме в тексте договора и детализированного в приложениях;
- стоимость предмета договора;
- сроки начала и завершения работ по договору;
- порядок и условия расчетов и платежей;
- обязательства сторон по договору;

- производство работ;
- приемка работ;
- поручительства и гарантии по договору;
- меры ответственности сторон за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств;
- условия и порядок расторжения договора.

По договоренности сторон статьи договора могут быть дополнены и изменены исходя из специфики строящегося объекта, его месторасположения и других условий.

Подрядчик может по согласованию с заказчиком (если это предусмотрено условиями договора) привлекать для выполнения комплекса или вида работ (сантехнических, электромонтажных, благоустройство территории и др.) другие организации — субподрядчиков, заключая с ними договоры субподряда. В таком случае ответственность перед заказчиком за выполнение всех работ в сроки, предусмотренные договором строительного подряда, и с надлежащим качеством принимает на себя подрядчик. В этих условиях подрядчик будет выступать перед заказчиком в качестве генерального подрядчика, а перед субподрядчиками — в качестве заказчика.

В строительной практике заказчик заключает договор, как правило, с одним подрядчиком, именуемым генеральным, выполняющим основную часть работ и принимающим на себя обязательство по координации работ и ответственность за своевременное и качественное выполнение всего комплекса работ, предусмотренных договором. Он привлекает для выполнения отдельных видов и комплексов работ организации субподрядчиков. Подрядчик может принять на себя обязательство по обеспечению строительства всеми видами материальных ресурсов и оборудования. Если заказчик помимо основного договора подряда заключает другие договоры на выполнение отдельных видов и комплексов работ, необходимых для сооружения объекта, то координацию работ, предусмотренных основным договором, с работами, предусмотренными другими договорами, обеспечивает заказчик, поскольку он несет ответственность за своевременное завершение всех работ по сооружению объекта.

Заказчик может заключать и отдельные договоры с подрядчиками на выполнение фиксированных объемов строительно-монтажных работ с поставкой или без поставки оборудования, разовые договоры на поставку и монтаж оборудования, на строительство отдельных зданий и сооружений и другие договоры.

По отдельному договору каждый подрядчик несет ответственность перед заказчиком только по своим прямым обязательствам, а заказчик координирует деятельность каждого подрядчика, чтобы разные исполнители не препятствовали друг другу и выполняли свои работы и поставки в необходимой последовательности. Для генерального подрядчика отдельным договором является договор субподряда. В случаях, предусмотренных договором, подрядчик может принять на себя ответственность по обеспечению эксплуатации объекта после сдачи его заказчику на период, предусмотренный в договоре. Подрядчик несет риск случайной гибели объекта строительства, составляющего предмет договора подряда, до приемки этого объекта заказчиком. Если объект строительства до приемки его заказчиком утрачен или поврежден вследствие низкого качества представленных заказчиком материалов, конструкций или исполнения неправильных указаний заказчика, то подрядчик вправе требовать оплаты всех выполненных им работ (по сметной стоимости).

Подрядчик обязан вести строительство и связанные с ним работы в соответствии с технической документацией, которая определяет объем, содержание работ и другие предъявляемые к ним требования, и со сметой, подтверждающей стоимость (цену) работ. Как правило, подрядчик обязан выполнять все строительно-монтажные работы, зафиксированные в технической документации и смете.

Договором строительного подряда должны быть определены состав и содержание технической документации, а также сроки и обязанности сторон по ее представлению. Подрядчик, обнаруживающий в ходе строительства не учтенные в технической документации работы, которые подлежат дополнительному выполнению, обязан сообщить об этом заказчику. При неполучении от последнего ответа на свое сообщение в течение десяти дней подрядчик обязан приостановить соответствующие работы, с отнесением убытков, вызванных простоем, на счет заказчика. Заказчик освобождается от возмещения данных убытков, если аргументирует отсутствие необходимости в осуществлении дополнительных работ. При согласии заказчика на проведение и оплату дополнительных работ подрядчик может отказаться от их выполнения только в случаях, когда они не входят в сферу его профессиональной деятельности либо не могут быть выполнены подрядчиком по не зависящим от него причинам. Заказчик вправе вносить изменения в техническую документацию при обязательном условии, если вызываемые этим дополнительные работы не превышают десяти процентов указанной в смете общей стоимости строительства и не меняют характера зафиксированных в договоре работ. Внесение в техническую документацию

изменений сверх 10% общей стоимости работ производится на основании согласованной сторонами дополнительной сметы.

Подрядчик вправе потребовать от заказчика пересмотра сметы, если по независящим от него причинам стоимость работ превысила смету не менее чем на десять процентов. Подрядчик может также требовать возмещения разумных расходов, которые понесены им в связи с устранением дефектов в технической документации.

Обязанность по обеспечению строительства объекта материалами или оборудованием несет подрядчик, если договором строительного подряда не предусмотрено возложение данных обязанностей на заказчика.

Заказчик осуществляет оплату выполненных подрядчиком работ в размере, предусмотренном сметой, в сроки и в порядке, которые определены договором строительного подряда. Этим договором может быть предусмотрена оплата работ единовременно и в полном объеме после приемки объекта застройщиком. Расчеты можно осуществлять также по конструктивным элементам за выполнение отдельных работ или их отдельных этапов. Стороны вправе согласовать размеры резервирования средств для финансовых гарантий и порядок их перечисления. В договоре целесообразно предусматривать условия, при которых заказчик вправе задержать оплату выполненных работ подрядчику:

- неустранение выявленных в работе дефектов;
- причинение ущерба заказчику;
- в случае отставания выполнения работ от объемов, предусмотренных графиком их производства, и т. д.

Окончательный расчет производится заказчиком после выполнения подрядчиком всех работ по договору, включая и устранение дефектов, выявленных при приемке объекта, с зачетом ранее перечисленных подрядчику средств и суммы средств финансовых гарантий, если они были предусмотрены в договоре подряда. Заказчик вправе осуществлять контроль и надзор за ходом и качеством выполняемых работ, соблюдением сроков их выполнения (графиком), качеством представленных подрядчиком материалов, а также правильностью использования последним материалов заказчика.

Договором строительного подряда может быть предусмотрена обязанность стороны, на которой лежит риск случайной гибели или случайного повреждения объекта строительства, застраховать соответствующие риски. Сторона, на которую возложена обязанность по страхованию, должна представить другой стороне доказательства заключения ею договора страхования на условиях, зафиксированных в договоре строительного

подряда. В состав такого доказательства включают необходимые сведения о страховщике, размере страховой суммы и застрахованных рисках. Страхование не освобождает страхователя от обязанности принять надлежащие меры для предотвращения наступления страхового случая.

Вопросы для самоконтроля

1. Раскройте систему проектирования в современной России.
2. Назовите состав сметной документации.
3. Сформулируйте финансовые взаимоотношения между заказчиком и проектировщиком.
4. Охарактеризуйте содержание договора строительного подряда.
5. Назовите виды договоров, заключаемых заказчиками с подрядными организациями.
6. В чем состоит ответственность подрядчика по договору строительного подряда?
7. Сформулируйте основные функции застройщика по договору строительного подряда.

4.3. Порядок и методы финансирования капитальных вложений

Затраты на финансирование государственных инвестиций находят отражение:

- в федеральном бюджете — при условии, что они являются частью расходов на реализацию соответствующих федеральных целевых программ, а также на основании предложений Президента РФ или Правительства РФ;
- в бюджетах субъектов РФ — при условии, что эти расходы являются частью затрат на реализацию соответствующих региональных целевых программ, а также на основе предложений органов исполнительной власти субъектов РФ.

Федеральные инвестиционные проекты, предусматривающие расходы в размере более 200 тысяч минимальных размеров оплаты труда, рассматривают и утверждают в порядке, установленном для финансирования государственных целевых программ. Перечни инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета, формируют государственные инвестиционные программы. Органы исполнительной власти субъектов РФ определяют перечни строек, подлежащих финансированию за счет региональных бюджетов. Решения об использовании средств федерального бюджета для финансирования инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, принимают после заключения Правительства на основе соответствующих международных соглашений.

Размещение заказов на подрядные строительные работы для государственных нужд за счет средств федерального бюджета и бюджетов субъектов РФ для реализации конкретных проектов осуществляют государственные заказчики посредством проведения конкурсов. Контроль за целевым использованием средств федерального бюджета, направляемых на капитальные вложения, осуществляют Счетная палата, а также уполномоченные на то органы федеральной исполнительной власти.

Все инвестиционные проекты независимо от источников финансирования и форм собственности до их утверждения подлежат экспертизе. Порядок проведения государственной экспертизы проектов установлен Постановлением Правительства РФ от 20.06.1993 г. № 585 и Постановлением Госстроя России от 29.10.1993 г. № 1841. Она является обязательным этапом инвестиционного процесса в строительстве и проводится в целях предотвращения сооружения неэффективных объектов. Проекты строительства до их утверждения подлежат государственной экспертизе независимо от источников финансирования, форм собственности и принадлежности объектов. Заключение государственной экспертизы является обязательным документом для исполнения проектировщиками, заказчиками и подрядчиками и иными заинтересованными организациями.

При экспертизе проектов на строительство объектов проверяют:

- соответствие принятых решений обоснованию капиталовложений в сооружение объекта, другим предпроектным материалам, заданию на проектирование, а также техническим условиям и требованиям, выданным заинтересованными организациями и органами государственного надзора при согласовании места размещения объекта;
- наличие необходимых согласований проекта с заинтересованными органами государственной власти;
- хозяйственную необходимость намечаемого строительства исходя из социально-экономической потребности в результатах эксплуатации запроектированного объекта, конкурентоспособности его продукции (услуг) на внутреннем и внешнем рынках, наличия сырьевых и иных ресурсов;
- выбор площадки (трассы) строительства с учетом градостроительных, инженерно-геологических, экологических и других факторов и согласований местных органов управления;
- обоснованность определения мощности объекта исходя из принятых проектных решений, обеспечения сырьем и энергией, потребности в выпускаемой продукции (услугах);

- достаточность и эффективность технических решений по охране окружающей природной среды, предупреждению аварийных ситуаций и ликвидации их последствий;
- оценку технического уровня намечаемого к строительству (реконструкции) предприятия (производства), его материале- и энергоемкости;
- обоснованность применяемой технологии производства на базе сравнения возможных вариантов технологических процессов и схем, выбор основного технологического оборудования;
- эффективность использования площадей и объемов зданий и т. д.

По результатам экспертизы составляют сводное заключение по строительству объекта в целом. По утвержденным проектам, рассматриваемым в порядке выборочного контроля, делают вывод об одобрении или необходимости доработки документации. При выявлении в результате экспертизы серьезных нарушений нормативных требований, которые могут повлечь за собой снижение или потерю прочности или устойчивости зданий и сооружений, экспертные органы вносят предложение о применении к проектировщикам штрафных санкций или приостановлении (аннулировании) действия выданных им лицензий. Заключение утверждает руководитель экспертного органа и направляет его заказчику или в утверждающий проект уполномоченный орган.

Приоритетные проекты, требующие государственной поддержки за счет средств федерального бюджета, определяют Министерство экономического развития РФ и Министерство финансов РФ с участием других органов федеральной исполнительной власти. Они призваны обеспечить структурную перестройку экономики, сохранение и развитие производственного потенциала, социальной инфраструктуры и решение других неотложных проблем, которые невозможно разрешить за счет иных источников финансирования. Следует отметить, что за последние шесть лет доля затрат на финансирование промышленности, энергетики и строительства в расходах федерального бюджета сократилась в 4,5 раза, что негативно отразилось на производственно-техническом потенциале этих базовых отраслей народного хозяйства

(табл. 4.4).

Предоставление средств на безвозмездной основе осуществляют в соответствии с утвержденным перечнем строек и объектов для федеральных государственных нужд. Финансирование государственных капиталовложений осуществляет Министерство финансов РФ (через органы Федерального казначейства) на основе представленного государственными заказчиками перечня строек и объектов с указанием объема капиталовложений и государственных контрактов (договоров строительного подряда) на сооружение объектов для федеральных нужд.

Государственные заказчики переводят средства федерального бюджета, предоставляемые на безвозвратной основе, непосредственным застройщикам в пределах сообщенных Министерством финансов РФ объемов капиталовложений.

Таблица 4.4. Доля затрат на финансирование промышленности, энергетики и строительства в расходах федерального бюджета, %²³

Показатели	Годы						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Расходы федерального бюджета на промышленность, энергетику и строительство	23,2	12,6	11,4	9,4	5,5	5,0	5,2
В том числе расходы на: базовые отрасли промышленности	4,1	3,1	1,7	1,3	1,1	1,0	1,2
Прочие отрасли	9,1	1,3	1,3	2,0	0,7	0,6	0,5
Строительство, архитектура и градостроительство	10,0	8,2	8,4	6,1	3,7	3,4	3,5
Из строки 1 государственные инвестиции	9,5	7,6	6,9	5,7	3,5	3,0	3,2

Эти средства поступают на специальные счета застройщиков, открытые им в банках. Их расходуют под контролем территориальных органов федерального казначейства. Государственные заказчики ежемесячно представляют Министерству финансов РФ отчеты об использовании средств федерального бюджета, выделенных на безвозвратной основе.

Предоставление бюджетных инвестиций негосударственным предприятиям (акционерным обществам) влечет возникновение права государственной или муниципальной собственности на эквивалентную часть уставного капитала и имущества указанных юридических лиц. Оформление доли Российской Федерации и субъектов РФ в уставном капитале негосударственных предприятий осуществляют в порядке и по ценам, которые определены в законодательстве РФ. Бюджетные инвестиции негосударственным предприятиям включают в проект бюджета только при наличии технико-экономического обоснования проекта, проектно-сметной документации, права передачи земли и сооружений, а также при наличии проекта договора

²³ Таблица составлена по данным федеральных законов о федеральном бюджете на соответствующий год.

между Правительством РФ, органом исполнительной власти субъекта РФ и указанными юридическими лицами об участии государственных органов в собственности субъекта инвестирования. Проекты договоров оформляют в течение двух месяцев после вступления в силу Закона о бюджете. Правительству РФ предоставлено право при отсутствии проектно-сметной документации и при незаключении с акционерными обществами договоров о передаче в федеральную собственность акций по объектам, включенным в Федеральную адресную инвестиционную программу по состоянию на 1 апреля текущего года, перераспределять объемы предусмотренных к выделению средств. Главные распорядители средств федерального бюджета — государственные заказчики Федеральной, адресной инвестиционной программы — на текущий год вправе направлять средства, предусмотренные им на финансирование государственных капиталовложений, на оплату подтвержденных обязательств (неоплаченной кредиторской задолженности), возникших у них в предыдущие годы по стройкам и объектам, включенным в перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд.

Созданные с привлечением бюджетных средств объекты производственного и социального назначения в эквивалентной части уставного капитала и имущества передают в распоряжение соответствующим органам управления государственным или муниципальным имуществом. Бюджетные ассигнования на возвратной основе для финансирования государственных инвестиций ежегодно предусматривают в федеральном бюджете. Заемщиками средств данного бюджета на возвратной основе могут быть только российские предприятия — независимо от формы собственности. Бюджетный кредит негосударственному предприятию может быть выдан только при наличии договора, заключенного в соответствии с гражданским законодательством РФ. Заемщик обязан представить заимодавцу высоколиквидное обеспечение своего обязательства по возврату кредита. Способы обеспечения исполнения обязательства по возврату бюджетного кредита могут быть только банковские гарантии, поручительства, залог имущества вразмере не менее 100% предоставленного кредита. Обязательным условием выдачи бюджетного кредита является проведение предварительной проверки финансового состояния получателя бюджетных средств. Средства бюджетного кредита перечисляют заемщику на его бюджетный счет в банке. Осуществление платежей за счет средств бюджетного кредита заемщик осуществляет самостоятельно в соответствии с его целевым назначением. Возврат предоставленных юридическим лицам бюджетных средств, а также плату за пользование ими приравнивают к

платежам в бюджет. Бюджетный кредит может быть выдан только тем юридическим лицам, которые не имеют просроченной задолженности по ранее предоставленным бюджетным средствам на возвратной основе.

При утверждении бюджета на следующий год учитывают цели, на которые может быть выдан бюджетный кредит, условия и порядок его предоставления, лимиты кредитования, а также ограничения по субъектам использования бюджетных кредитов. Так, в федеральном бюджете на 2001-2002 гг. предусмотрена выдача таких кредитов на:

- осуществление проектов в угольной отрасли на конкурсной основе на срок до трех лет с уплатой процентов за пользование бюджетным кредитом в размере 12% годовых;
- выполнение высокоэффективных научно-технических разработок, имеющих коммерческую значимость, на срок до двух лет с уплатой 12% годовых и др.

Установлено, что использование не по целевому назначению бюджетных кредитов, выданных российским предприятиям, влечет наложение штрафа в размере двойной ставки рефинансирования (учетной ставки) Центрального банка РФ, действующей на период использования указанных средств не по целевому назначению. Периодом нецелевого использования средств бюджетного кредита признают срок с даты отвлечения средств на цели, не предусмотренные условиями выдачи данного кредита, до момента возврата средств в федеральный бюджет или направления использования по целевому назначению. Средства в счет возврата ранее выданных из федерального бюджета кредитов и плату за пользование ими вносят в данный бюджет. К отчету об исполнении федерального бюджета прилагают отчет о предоставлении и погашении бюджетных кредитов. Органы, исполняющие бюджет, ведут реестр всех предоставленных бюджетных кредитов в разрезе отдельных ссудополучателей.

Правительство РФ вправе предоставлять государственные гарантии под инвестиционные проекты социальной и народнохозяйственной значимости. При принятии решений о предоставлении таких гарантий критериями оценки эффективности инвестиционных проектов являются:

- содействие выходу из кризиса и росту производства;
- влияние на структурную перестройку экономики посредством переориентации производства и формирования новых межотраслевых связей между предприятиями;
- решение социальных проблем в масштабе страны;
- соблюдение экологической безопасности страны.

Министерство экономического развития РФ проводит анализ, оценку и отбор инвестиционных проектов для предоставления государственных гарантий. Данные гарантии предоставляют на конкурсной основе. Конкурс проектов проводит Комиссия по инвестиционным конкурсам при Министерстве экономического развития РФ. К рассмотрению принимают бизнес-планы претендентов, имеющих устойчивое финансовое положение и источники возврата в срок и в полном объеме кредита с начисленными на него процентами. При этом для реализации инвестиционного проекта претендент должен предоставлять собственные средства или средства, направляемые из бюджета субъектам РФ и составляющие не менее 20% стоимости проекта по бизнес-плану, а по проектам стоимостью более \$50 млн — не менее 10% его стоимости. Срок действия государственных гарантий не может быть более пяти лет. Указанный срок фиксируется в договоре поручительства, заключенном Министерством финансов РФ и кредитором, и пересмотру не подлежит. Министерство финансов РФ для защиты интересов государства обязано в месячный срок после реализации государственной гарантии принять меры по исполнению органом исполнительной власти субъекта РФ соглашения о контргарантии. Средства, полученные Минфином РФ при удовлетворении требований к заемщику, возвращают в федеральный бюджет.

Объекты смешанного (за счет средств федерального бюджета, собственных и иных источников) инвестирования финансируют в порядке, установленном для предоставления бюджетных ассигнований. Если капитальные вложения осуществляют за счет собственных средств предприятия (чистой прибыли, амортизационных отчислений и др.), партнеры по строительству самостоятельно определяют порядок внесения заказчиками (застройщиками) собственных средств на счета в банках для финансирования капитальных вложений и взаиморасчетов. Средства на финансирование капиталовложений можно переводить и с расчетных счетов предприятий. Формы оплаты строительно-монтажных работ, поставок материальных, энергетических ресурсов и услуг по строительству объектов определяют договорами подряда, заключаемыми заказчиками и подрядчиками на весь период строительства. Следует отметить, что в соответствии с договором строительного подряда расчеты между заказчиками и подрядчиками можно осуществлять:

- в форме авансов (промежуточных платежей) за выполненные подрядчиком работы на конструктивных элементах и этапах;
- после завершения всех работ на объекте.

Договор подряда на строительство объекта «под ключ», заключаемый между заказчиком и подрядчиком, предусматривает выполнение последним цикла «проектирование—строительство—сдача объекта в эксплуатацию». По договоренности сторон заказчик может принять на себя часть работ, поставок ресурсов и других обязательств, но ответственность за сдачу объекта «под ключ» остается за подрядчиком, который обязан сдать заказчику объект, готовый к эксплуатации, в соответствии с условиями договора. При разработке договора «под ключ» целесообразно согласовать порядок, условия и сроки передачи заказчиком подрядчику денежных средств в размере договорной цены. При оформлении передачи этих средств составляют отдельный документ, который является неотъемлемой частью договора подряда.

В бухгалтерском учете застройщика и подрядчика расчеты за объекты строительства отражают исходя из договорной стоимости. Договорную стоимость (цену) объекта строительства, устанавливаемую в договоре подряда, рассчитывают:

- на основе твердой стоимости (цены), определяемой в соответствии с проектом, с учетом особых условий договора на строительство, касающихся порядка ее изменения;
- на основе открытой цены, т. е. на условиях возмещения фактической стоимости строительства, в качестве которой принимают сумму затрат в текущих ценах, согласованной договором на строительство объекта прибыли подрядчика.

Объектом бухгалтерского учета по договору на строительство у застройщика и подрядчика являются затраты по объекту строительства, осуществляемые при выполнении отдельных видов работ на объектах, возводимых по одному проекту или договору на строительство. Подрядчик вправе вести бухгалтерский учет затрат по нескольким договорам, заключенным с одним застройщиком или несколькими застройщиками, если их заключают в форме комплексной сделки или они относятся к одному проекту. В случае проведения строительства по одному договору, включающему ряд проектов, и если затраты и финансовый результат по каждому из проектов могут быть установлены отдельно (в рамках договора), учет затрат по выполнению работ по каждому такому проекту можно рассматривать как учет затрат по выполнению работ по отдельному договору.

При выполнении договоров на строительство застройщики и подрядчики должны обеспечить формирование информации по объектам бухгалтерского учета по следующим показателям.

1. У застройщика:

- незавершенное строительство;
- завершенное строительство;
- авансы, выданные подрядчиками в соответствии с договорами на строительство;
- финансовый результат.

2. У подрядчика:

- затраты по выполнению подрядных работ по объектам учета в текущем периоде и с начала выполнения договора на строительство;
- незавершенное производство в разрезе объектов учета, в том числе по оплаченным или принятым к оплате работам;
- доходы, полученные от заказчика за сданные ему объекты по договору на строительство;
- финансовый результат по работам, выполненным по договору на строительство;
- авансы, полученные от застройщиков в счет выполняемых работ.

Подрядчик вправе до сдачи заказчику объекта строительства в целом учитывать в составе незавершенного производства по договорной стоимости затраты по отдельным выполненным конструктивным элементам или этапам работ в случае определения по ним финансового результата (прибыли).

В современных условиях предприятия различных форм собственности самостоятельно разрабатывают инвестиционные программы и сами изыскивают материальные и финансовые ресурсы для их реализации.

Инвестиционный (капитальный) бюджет предприятия не является директивным документом, а намечает стратегию формирования финансовых ресурсов (табл. 4.5).

При разработке бюджета обычно рассматривают пять основных методов финансирования инвестиционных программ и проектов:

- самофинансирование;
- акционирование (выпуск собственных акций);
- кредитное финансирование;
- финансовый лизинг;
- комбинированное (смешанное) финансирование.

Таблица 4.5. Инвестиционный (капитальный) бюджет ОАО на 2003 г.

Показатели	Номер строки	Сумма, млн руб.
I. Планируемые капитальные вложения, всего В том числе капитальные затраты: а) на строительные-монтажные работы б) на приобретение оборудования в) прочие	1	21,4
	2	16,2
	3	4,3
	4	0,9
II. Источники финансирования Собственные средства, всего В том числе:	5	15,9
а) чистая прибыль	6	9,9
б) амортизационные отчисления	7	5,5
в) прочие собственные средства	8	0,5
Централизованные средства (Центральной компании ФПГ)	9	0,7
Бюджетные средства	10	
Итого по строкам 5, 9,10	11	16,6,
Излишек (+), дефицит (-) средств (строка 11 - строка 1)	12	-4,8
Привлеченные средства (доход от дополнительной эмиссии акций)	13	3.6
Заемные средства (долгосрочный банковский кредит или доход от эмиссии собственных облигаций) (строка 12 — строка 13)	14	1,2

Наиболее перспективным представляется самофинансирование (самоинвестирование).

Для определения доли собственных средств в общем объеме инвестиций можно использовать коэффициент самоинвестирования, рассчитываемый по формуле:

$$K_{ci} = \frac{СИ}{ОИ}, \quad (4.8)$$

где K_{ci} — коэффициент самоинвестирования, доли единицы; $СИ$ — собственные средства в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений; $ОИ$ — общий объем инвестиций.

Значение K_{ci} должно быть не ниже 0,51 (51%). При более низком значении (например 0,49) предприятие утрачивает финансовую независимость в сфере инвестиционной деятельности. В приводимом примере (табл. 4.5) коэффициент самоинвестирования имеет высокое значение $K_{ci} = 0,743$ ($15,9 : 21,4$), что соответствует уровню развитых зарубежных стран. На практике оптимальное значение данного коэффициента сравнивают с фактическим и делают вывод об уровне самофинансирования инвестиций. Отличительной чертой самоокупаемости является способность предприятия уплачивать налоги в бюджетную систему и планировать за счет

прибыли только простое воспроизводство. Содержание самофинансирования значительно шире и заключается в том, что за счет чистой прибыли, амортизационных отчислений и других собственных источников предприятие возмещает затраты по расширенному воспроизводству и реализует социальные программы.

Акционирование как метод финансирования инвестиций обычно используют для реализации крупномасштабных проектов при региональной и отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности (например, в нефтегазовом комплексе России). В зарубежных корпорациях акционерный капитал нередко покрывает не только начальные капиталовложения, но и потребности в чистом оборотном капитале. Это наблюдается, когда кредитные ресурсы банков ограничены, и их можно получить только под высокие проценты. Доходы на капитал, полученные посредством срочного депонирования, в таких условиях также высоки. Поэтому инвестиционный проект должен быть привлекателен с финансовой точки зрения, чтобы на его реализацию можно было мобилизовать достаточные финансовые ресурсы с фондового рынка. В других случаях, когда можно получить сравнительно дешевые среднесрочные и долгосрочные кредиты, инвесторы предпочитают финансировать проекты с помощью заемных средств. Во всех ситуациях целесообразно поддерживать оптимальное для фирмы соотношение между акционерным и долгосрочным заемным капиталом. Поэтому рекомендуется тщательно оценивать последствия для предприятия различных способов финансирования каждого проекта. Как собственные, так и заемные инвестиционные ресурсы должны обеспечивать предприятию экономическую отдачу (будущий денежный поток), превышающую стоимость их привлечения с фондового или кредитного рынков. Долгосрочные кредиты коммерческих банков направляют сейчас в реальные и быстрореализуемые проекты с высокой нормой прибыльности (доходности) инвестиций. Необходимо отметить, что в отличие от бюджетных средств долгосрочные кредиты банков на капиталовложения повышают ответственность заемщиков за рациональное использование финансовых ресурсов благодаря возвратности и платности заемных средств. Конкретные сроки предоставления долгосрочного кредита и сроки его погашения определяются договором между заемщиком и банком.

К сожалению, долгосрочным кредитованием капиталовложений способны заниматься сейчас только крупные коммерческие банки и то при условии предоставления им налоговых льгот, ибо при высокой инфляции отсутствуют критерии целесообразности кредитуемых мероприятий.

Облигационные займы как источник финансирования инвестиций находят ограниченное применение, поскольку эмитировать облигации способны только известные акционерные компании (корпорации или финансово-промышленные группы), платежеспособность которых не вызывает сомнения у инвесторов (кредиторов).

Финансовый лизинг используют при недостатке собственных средств для реальных инвестиций, а также при вложении в объекты со сравнительно небольшим периодом эксплуатации или с высокой степенью изменяемости технологии. Отметим, что лизинг — перспективный метод привлечения финансовых ресурсов. По сути это разновидность долгосрочного кредита, предоставляемого лизинговой компанией (лизингодателем) лизингополучателю в натуральной форме и погашаемого в рассрочку (посредством регулярных лизинговых платежей). Лизингополучатель быстро приобретает необходимое ему оборудование, не отвлекая единовременно из своего оборота значительные финансовые ресурсы. Кроме того, он имеет ряд других преимуществ:

- частично устраняет риск потерь, связанных с моральным износом машин и оборудования;
- снижает налогооблагаемую прибыль лизингополучателя, так как расходы по лизингу относят на себестоимость продукции (работ, услуг);
- избавляется от непроизводительных затрат на содержание оборудования, временно простаивающего вследствие сезонности, цикличности производства и др.;
- избегает долгих и утомительных формальностей, неминуемых при получении кредита банка, что очень важно для малых и средних предприятий.

Необходимым условием широкого развития лизинговых операций в России является стабилизация денежно-кредитной и финансовой системы, преодоление высокой инфляции и укрепление курса национальной валюты. Смешанное финансирование основано на различных комбинациях указанных методов и может быть реализовано при всех формах инвестирования.

Выводы

1. Факторами, которые сдерживают инвестиционную активность в России, продолжают оставаться относительно высокий уровень инфляции (12-14% в год), ограниченное финансовое обеспечение государственных инвестиционных программ, недостаточная эффективность капиталовложений, неблагоприятный инвестиционный климат, тяжелое финансовое положение многих предприятий (80% из них являются

убыточными или малорентабельными), непрекращающийся платежный кризис и т. д.

2. Вместе с тем анализ состояния сферы инвестирования в 2000-2001 гг. дает основания для сдержанного оптимизма при оценке перспектив нормализации воспроизводства основного капитала в таких отраслях, как черная металлургия, строительство, транспорт, связь и др. Однако условием реализации потенциальных возможностей рынка капитала служит стабильность финансового сектора экономики, снижение процентных ставок и рисков долгосрочных вложений, что во многом зависит от финансовой и денежно-кредитной политики государства в сфере реального и портфельного инвестирования.
3. Для активизации инвестиционной деятельности в стране целесообразно использовать также возможности некапиталоемкого роста за счет повышения уровня загрузки простаивающих производственных мощностей; усилить инновационную направленность инвестиционной деятельности; установить как ключевое направление политики инвестирования на ближайшую перспективу поддержку импортозамещающих конкурентоспособных отраслей и крупных предприятий, сохранивших мировой технологический уровень производства.

Вопросы для самоконтроля

1. В каких законодательных документах находят отражение государственные инвестиции?
2. В каких формах выделяют средства для финансирования государственных инвестиционных программ?
3. Назовите цели и задачи государственной экспертизы инвестиционных проектов.
4. В каком порядке предприятия финансируют капитальные вложения за счет собственных средств?
5. Приведите основные методы финансирования инвестиционных проектов.
6. Назовите основные формы расчетов за выполненные строительно-монтажные работы.
7. Раскройте порядок учета капитальных затрат у заказчика (за-' строителя) и подрядчика.

4.4. Долгосрочное кредитование капитальных вложений

Коммерческие банки, располагающие достаточно крупным собственным капиталом, могут предоставлять заемщикам длительные и рискованные

кредиты на срок более одного года. Такие кредиты обычно связаны с осуществлением капитальных вложений предприятий по строительству, расширению, реконструкции и техническому перевооружению объектов производственного назначения, созданию научно-технической продукции, интеллектуальных ценностей и других объектов собственности.

Преимущество кредитного метода финансирования капиталовложений по сравнению с бюджетным связано прежде всего с возвратностью средств. Это предполагает взаимосвязь между фактической окупаемостью капитальных затрат и возвратностью долгосрочного кредита в сроки, установленные кредитным договором с банком. Несмотря на очевидные преимущества по сравнению с бюджетным финансированием, долгосрочный кредит не получил широкого распространения в народном хозяйстве России из-за общей экономической нестабильности, высоких темпов инфляции, значительных процентных ставок, превышающих уровень доходности многих предприятий. Значительное число промышленных предприятий не имеет доступа к кредитным ресурсам банков из-за убыточности текущей (операционной) деятельности. По данным Госкомстата России, доля убыточных предприятий в промышленности составляла на конец 1991 г. 7,0%; на конец 1995 г. — 26,4%; на конец 1999 г. — 39,2%. В то же время нарастал износ основных фондов в промышленности. Уровень коэффициента износа был равен:

на конец 1991 г. - 41,0%; на конец 1995 г. - 45,1%; на конец 1999 г. - 51,6%.²⁴

Удельный вес кредитного финансирования капиталовложений невелик и составляет не более 3-5%.

Ключевыми проблемами, препятствующими укреплению и нормальному функционированию банковской системы в реальном секторе экономики, можно назвать следующие.

- В последние четыре-пять лет происходило заметное увеличение объема выданных различным заемщикам кредитов, которые погашались клиентами с большим опозданием (просроченные кредиты) либо по разным причинам вообще не возвращались (пролонгировались). В результате значительный объем банковских активов был обесценен.
- Многие коммерческие банки были созданы крупными промышленными предприятиями (финансово-промышленными группами) и тесно с ними связаны. Поэтому банковская политика в системе ФПГ проводится исходя из интересов участников группы и не учитывает интересы других заемщиков. В случае предоставления кредита сторонним предприятиям он выдается им на менее выгодных условиях, чем участникам группы.
- Кредитование реального сектора экономики в индустриально развитых странах традиционно является более рентабельным видом деятельности,

²⁴ Экономист. 2000. № 9. С. 16.

чем расчетно-кассовое обслуживание клиентов. Большинство кредитных организаций России предпочитает ограничивать свои взаимоотношения с клиентами менее доходными, но и менее рисковыми расчетными, кассовыми, фондовыми и валютными операциями, так как риски долгосрочных промышленных инвестиций остаются очень высокими.

Относительно более благоприятная ситуация характерна только для экспортных отраслей и финансово-промышленных групп. По мере стабилизации хозяйственной системы, снижения темпов инфляции и ставки рефинансирования Центрального банка России, преодоления убыточности многих предприятий доля долгосрочного кредита в финансовом обеспечении будет заметно повышаться.

Определение потребности в долгосрочном кредите крупные заемщики осуществляют задолго до фактического привлечения средств. На основе кредитных заявок предприятий банки устанавливают возможный спрос на кредит в различные периоды года, рассчитывают объемы и сроки других ссуд, а также сумму требуемых ресурсов. В тех случаях, когда заявки превышают предел ресурсов, банки стоят перед выбором: либо заключить взаимовыгодные соглашения с банками-корреспондентами, которые возьмут на себя часть кредитов, либо отказать клиентам в выдаче ссуд и нарушить тем самым свои партнерские отношения с ними. Долгосрочные кредиты исключительно выгодны предприятиям всех форм собственности. Они могут рассматриваться как приоритетный способ внешнего финансирования капитальных вложений предприятий при дефиците собственных средств. Заемщик имеет возможность получить долгосрочный кредит на более выгодных условиях, чем при продаже корпоративных облигаций на фондовом рынке. При необходимости отдельные условия кредита могут быть изменены по договоренности сторон в более короткие по сравнению с облигационными займами сроки. Заемщик может использовать долгосрочный кредит, планируя погасить его через несколько лет за счет поступлений, от облигационного займа, выигрывая на разнице в процентных ставках. В случае привлечения долгосрочного кредита по сравнению с размещением на фондовом рынке собственных ценных бумаг у заемщика отпадают расходы, связанные с регистрацией, гарантированием размещения и реализацией эмиссионных ценных бумаг на фондовом рынке.

Порядок предоставления, оформления и погашения долгосрочных кредитов (на срок свыше одного года) регулируют правилами банков и кредитными договорами с заемщиками.

В кредитном договоре предусматривают следующие условия:

- объемом выдаваемой ссуды;
 - сроки и порядок ее использования;
 - процентные ставки и другие выплаты по кредиту;
 - обязанности и экономическая ответственность сторон;
 - формы обеспечения обязательств (залог ликвидного имущества или имущественных прав должника; безотзывные гарантии со стороны юридических лиц, имеющих средства, достаточные для погашения кредита; размещение у банка-заимодавца валютного и рублевого депозита заемщика; страхование кредита и т. д.);
 - перечень документов, предоставляемых банку для оформления кредита.
- При установлении сроков и периодичности погашения кредита банк принимает во внимание:
- окупаемость затрат за счет чистой прибыли заемщика;
 - платежеспособность и ликвидность баланса ссудополучателя;
 - уровень кредитного риска;
 - возможности ускорения оборачиваемости кредитных ресурсов. Для получения долгосрочного кредита заемщик представляет банку документы, характеризующие его надежность и финансовую устойчивость:
 - бухгалтерский баланс на последнюю отчетную дату;
 - отчет о прибылях и убытках;
 - технико-экономические обоснования и расчеты к ним, подтверждающие эффективность и окупаемость затрат по кредитуемым мероприятиям и проектам;
 - договор строительного подряда.

Суммы полученных кредитов в рублях зачисляют на расчетный или специальный счет в банке, а также на валютный счет (при получении кредита в иностранной валюте). За счет долгосрочного кредита могут быть оплачены проектно-изыскательские и строительно-монтажные работы, поставки оборудования и других ресурсов для строительства объекта.

Возврат заемных средств по вновь начинаемым стройкам и объектам начинают после ввода их в эксплуатацию в сроки, установленные договорами. По объектам, возводимым на действующих предприятиях, возврат кредитов начинают после сдачи их в эксплуатацию. Проценты за пользование кредитными ресурсами начисляют с даты их предоставления в соответствии с заключенными договорами между предприятиями и банками.

Погашение процентов за пользование заемными средствами осуществляют:

- 1) по вновь начинаемым стройкам и объектам — после сдачи их в эксплуатацию в сроки, определенные кредитными договорами;
- 2) по объектам, сооруженным на действующих предприятиях, —

ежемесячно с даты получения этих средств.

Следует отметить, что в процессе выдачи долгосрочного кредита заемщик оформляет обязательство о погашении ссуды по предъявлению. После утверждения акта приемки объекта в эксплуатацию или внедрения кредитуемого мероприятия в производство задолженность по выданной ссуде оформляют обязательствами на конкретные месячные или квартальные сроки погашения в пределах периода, на который выдана ссуда.

Сроки определяют исходя из окупаемости капитальных затрат, финансовой устойчивости и платежеспособности заемщика, кредитного риска и других условий, которые сложились между партнерами по кредитному договору. Для осуществления последующего контроля за выполнением условий кредитного договора и договора залога специалисты банка проверяют целевое использование кредита, его обеспечение, в том числе наличие предметов залога, своевременности погашения кредита и начисления процентов по нему. В случае несоблюдения сроков строительства и неэффективного использования выданного кредита банк применяет к заемщику экономические санкции, установленные в кредитном договоре.

Учет операций по предоставленным заемным средствам ведется^Λ предприятием на счете «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам». Суммы полученных долгосрочных кредитов показывают по кредиту этого счета и дебету счетов «Расчетные счета», «Валютные счета», «Расчеты с поставщиками и подрядчиками» и др. Причитающиеся по полученным кредитам проценты к уплате отражают по кредиту счета «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» в корреспонденции с дебетом счета «Прочие доходы и расходы». Начисленные суммы процентов учитывают отдельно. На сумму погашенных долгосрочных кредитов дебетуют счет «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» в корреспонденции со счетами учета денежных средств. Кредиты, не оплаченные в срок, учитывают обособленно. Аналитический учет по долгосрочным кредитам ведут по видам кредитов и банкам, которые их предоставили. Детальный учет операций по долгосрочному кредитованию капитальных вложений осуществляют в порядке, предусмотренном Положением по бухгалтерскому учету «Учет займов и кредитов и затрат по их обслуживанию» (ПБУ 15/01) от 02.08.2001 г.

Для активизации инвестиционной активности банков в сфере долгосрочного кредитования капитальных вложений целесообразно:

- дальнейшее понижение учетной ставки Центрального Банка РФ;
- снижение доходности вложений в государственные долговые обязательства;

- стабилизация ситуации на рынке межбанковских кредитов, усиление внутренней устойчивости коммерческих банков;
- развитие межбанковского кредитования крупных инвестиционных проектов с целью распределения кредитных и процентных рисков между несколькими кредиторами;
- более широкое использование лизинговых схем кредитования, рассматриваемых как один из методов обеспечения кредита залогом реального имущества.

Вопросы для самоконтроля

1. В чем заключается преимущество кредитного метода финансирования капиталовложений перед бюджетным?
2. Какие условия предусматривают в кредитном договоре с заемщиком?
3. Назовите документы, представляемые банку для получения кредита.

4.5. Финансирование ремонта основных средств

Ремонт является одной из форм восстановления (воспроизводства) основных средств (фондов), которые изнашиваются и утрачивают со временем свои эксплуатационные качества. Под ремонтом понимают комплекс операций по восстановлению исправности орудий труда или их составных частей с учетом использования возможностей улучшения их параметров (производительности, мощности, надежности и т. д.). В соответствии с принятой в России методологией ремонт зданий, сооружений, машин, оборудования и других основных средств делится на капитальный и текущий. Промежуточное положение между ними занимает средний ремонт с периодичностью свыше одного года. Капитальный ремонт выполняют с целью восстановления исправности ресурса инвентарного объекта с заменой или восстановлением любых его частей, включая базовые. Текущий ремонт производят для обеспечения или восстановления работоспособности изделия, и он состоит в замене отдельных его частей (деталей, узлов и т. д.). Предприятие самостоятельно разрабатывает план капитального ремонта основных средств на предстоящий год и графики проведения ремонтных работ по отдельным инвентарным объектам. Базой для составления такого плана является сметно-техническая документация, в которой учитывают действующие нормы, цены и тарифы. План капитального ремонта и сметно-техническую документацию утверждает руководитель предприятия и служит основанием для финансирования ремонтных работ.

Учет затрат на проведение капитального ремонта организуют по отдельным объектам или группам основных средств. При этом следует исходить из технологии ремонтных работ. При капитальном ремонте

оборудования и транспортных средств производят полную разборку агрегата, ремонт базовых и корпусных деталей и узлов, замену или восстановление всех изношенных деталей и узлов на новые и более современные, сборку, регулирование и испытание агрегата. При капитальном ремонте зданий и сооружений осуществляют замену изношенных конструкций и деталей на новые и более экономичные, улучшающие эксплуатационные возможности ремонтируемых объектов.

При разборке ремонтируемых объектов могут быть получены пригодные для дальнейшего использования материалы, запасные части и иные возвратные материальные ценности. Они должны быть оприходованы, оценены и отражены в бухгалтерском учете. В дальнейшем их можно использовать при ремонте основных средств.

Затраты на модернизацию и реконструкцию объектов основных средств после их окончания, если они улучшают ранее принятые нормативные показатели их функционирования (срок полезного использования, мощность, качество их применения и др.) и увеличивают первоначальную стоимость инвентарного объекта, относят на добавочный капитал. Учет затрат, связанных с модернизацией и реконструкцией объектов основных средств, осуществляют в порядке, установленном для капитальных вложений. В случае наличия у одного объекта нескольких частей, имеющих разный срок полезного использования, замену каждой такой части при восстановлении учитывают как выбытие и приобретение самостоятельного объекта.

Затраты по ремонту основных средств отражают в первичных документах по учету операций отпуска (расхода) материальных ценностей, начисления оплаты труда, задолженности поставщикам за выполненные работы по капитальному ремонту и иные расходы.

Способ отражения расходов по капитальному ремонту в издержках производства (обращения) зависит от способа осуществления ремонтных работ. Так, при подрядном способе эти затраты отражают в бухгалтерском учете по дебету счета, на котором их аккумулируют в корреспонденции со счетами учета расчетов. При хозяйственном способе — по дебету счетов учета издержек производства (обращения) в корреспонденции с кредитом счетов произведенных затрат. Приемку объектов по окончании капитального ремонта производят по акту приемки-сдачи отремонтированных и модернизированных объектов. При этом осуществляют контроль за правильным выполнением объемов и качеством ремонтных работ.

Для равномерного включения предстоящих расходов на ремонт основных средств в издержки производства (обращения) отчетного периода

предприятие вправе создавать резерв расходов на ремонт основных средств (включая арендованные). При формировании данного резерва в производственные издержки включают сумму отчислений, определенную исходя из сметной стоимости ремонта. Например, годовая смета затрат на ремонтные работы составляет 840 тыс. руб., тогда ежемесячная сумма резервирования будет равна 70 тыс. руб. (840 тыс. руб.: 12 мес.).

При инвентаризации резерва расходов на ремонт основных средств (включая арендованные объекты) излишне зарезервированные суммы в конце года (заключительными оборотами декабря) сторнируют. В случаях, когда окончание ремонтных работ по объекту планируют в следующем году, остаток резерва на ремонт основных средств не сторнируют, а переносят на будущий год. По окончании ремонта излишне начисленную сумму резерва относят на финансовые результаты отчетного периода.

Затраты на ремонт арендованных (сданных в аренду) основных средств, осуществляемые в соответствии с условиями договора за счет средств:

- арендодателя — учитывают в общем порядке, установленном для отражения затрат на ремонт, и списывают в дебет счет учета финансовых результатов;
- арендатора — включают в себестоимость продукции (работ, услуг).

Затраты на технический осмотр и уход, а также по поддержанию объектов основных средств в рабочем состоянии включают в издержки на обслуживание производственного процесса. Затраты на восстановление объекта основных средств показывают в бухгалтерском учете того отчетного периода, к которому они относятся.

В отличие от бухгалтерского в налоговом учете расходы на ремонт основных средств, произведенные налогоплательщиком, рассматривают как прочие расходы и признают для целей налогообложения в том налоговом периоде, в котором они были осуществлены. Указанные расходы признают в следующем порядке:

- предприятиями промышленности, агропромышленного комплекса, лесного хозяйства, транспорта и связи, строительства, геологии и разведки недр, геодезической и гидрометеорологической служб, жилищно-коммунального хозяйства — в размере фактических затрат;
- прочими предприятиями — в размере, не превышающем 10% первоначальной (восстановительной) стоимости амортизируемых основных средств. Расходы, произведенные налогоплательщиком на ремонт основных средств в отчетном (налоговом) периоде, превышающие десятипроцентный лимит, включают в течение пяти лет — при ремонте основных средств, отнесенных к четвертой—десятой амортизационным группам, а при ремонте основных средств первой—третьей

амортизационных групп — равномерно в течение срока их полезного использования.

Указанные положения применяют также в отношении аналогичных расходов арендатора, если договором между арендатором и арендодателем не предусмотрено возмещение расходов на ремонт арендодателем.

Выдача авансов подрядчикам, оплата ремонтных работ при подрядном способе их производства осуществляются с расчетного счета предприятия при наличии заключенного с подрядчиком договора, сметно-технической документации и акта приемки выполненных работ.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите виды ремонта основных средств и их характерные особенности.
2. В каком порядке отражают расходы на капитальный ремонт в издержках производства (обращения)?
3. Приведите порядок формирования резерва расходов на ремонт основных средств.
4. Охарактеризуйте порядок отражения затрат на ремонт арендованных основных средств.
5. Перечислите особенности отражения расходов на ремонт основных средств в налоговом учете предприятия (налогоплательщика).

4.6. Финансирование нематериальных активов

Долгосрочные инвестиции в нематериальные активы предназначены для расширения научно-технического потенциала предприятия. Они принадлежат ему на праве собственности и способны приносить доход.

Характерные особенности нематериальных активов:

- отсутствие материально-вещественной (физической) формы;
- использование в производстве продукции (работ, услуг) либо для управленческих нужд;
- возможность идентификации (выделения, отделения) от другого имущества предприятия;
- использование в течение длительного времени, продолжительностью свыше одного года; ,
- нецелесообразность дальнейшей перепродажи этих активов;
- способность приносить предприятию экономическую выгоду (доход) в будущем;
- наличие надлежаще оформленных документов, подтверждающих наличие данных активов и исключительных прав у предприятия на результаты интеллектуальной деятельности (патента, свидетельства, товарного знака и т. д.).

К нематериальным активам, в частности, относят:

- исключительное право патентообладателя на изобретения, промышленные образцы, полезные модели;
- исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных;
- имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегрированных микросхем;
- исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров;
- исключительное право патентообладателя на селекционные достижения;
- владение ноу-хау, секретной формулой или процессом, информацией в отношении промышленного, коммерческого или научного опыта;
- деловая репутация фирмы и организационные расходы, связанные с образованием юридического лица, и др.

Деловая репутация предприятия определяется в виде разницы между его покупной ценой (как приобретенного имущественного комплекса в целом) и стоимостью по бухгалтерскому балансу всех его активов и обязательств. Положительную деловую репутацию рассматривают как надбавку к цене, уплачиваемую покупателем в ожидании будущих доходов и учитываемую в качестве отдельного инвентарного объекта.

Отрицательную деловую репутацию рассматривают как скидку с цены, предоставляемую покупателю в связи с отсутствием других приобретателей, репутации качества, квалифицированного маркетинга и менеджмента, и учитывают как доходы будущих периодов. В бухгалтерском учете величину приобретенной деловой репутации предприятия устанавливают расчетным путем как разницу между суммой, уплачиваемой продавцу за предприятие, и суммой всех активов и обязательств по бухгалтерскому балансу на дату его приобретения. При покупке объектов приватизации на аукционе или по конкурсу деловую репутацию предприятия определяют в виде разницы между покупной ценой, уплачиваемой покупателем, и его оценочной (начальной) стоимостью. Приобретенную деловую репутацию амортизируют в течение двадцати лет (но не более срока его деятельности). Амортизационные отчисления по положительной деловой репутации отражают в бухгалтерском учете путем равномерного понижения ее первоначальной стоимости. Отрицательную деловую репутацию равномерно относят на финансовые результаты в составе операционных доходов. Не относят к нематериальным активам:

- не давшие положительного результата научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы;
- » интеллектуальные и деловые качества работников предприятия,

их квалификацию и способность к труду. Нематериальные активы могут поступать на предприятие различными способами:

- посредством приобретения за плату у юридических и физических лиц;
- в счет взносов в уставный (складочный) капитал;
- посредством безвозмездной передачи от других юридических лиц и граждан;
- посредством возврата нематериальных активов, внесенных в качестве вклада по договору простого товарищества, и др.

Нематериальные активы принимают к бухгалтерскому учету по первоначальной стоимости. Стоимость этих активов, приобретенных за плату, определяют как сумму всех фактических расходов на их приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов, установленных Налоговым кодексом РФ. Первоначальную стоимость этих активов, созданных самим предприятием, определяют как сумму фактических затрат на их создание, изготовление, за исключением косвенных налогов, возмещаемых из бюджетной системы. Не включают в фактические затраты на приобретение, создание этих активов общехозяйственные или иные аналогичные расходы, кроме случаев, когда они связаны с приобретением активов. Стоимость нематериальных активов, по которой они приняты к бухгалтерскому учету, изменению не подлежит, кроме случаев, установленных законодательством РФ.

Оценку нематериальных активов, стоимость которых при приобретении выражена в иностранной валюте, осуществляют в рублях путем пересчета иностранной валюты по курсу Центрального банка РФ, действующему на дату их приобретения.

Нематериальные активы могут выбывать с предприятия вследствие:

- продажи (реализации);
- списания по причине нецелесообразности дальнейшего использования;
- вложения в уставный (складочный) капитал других предприятий;
- безвозмездной передачи;
- вклада в совместную деятельность по договору простого товарищества и др.

Источниками финансирования приобретения нематериальных активов являются:

- амортизационные отчисления, поступающие в составе выручки от продажи товаров (услуг) на расчетный счет предприятия;
- чистая прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия после налогообложения;
- кредиты коммерческих банков;
- средства, поступающие с фондового рынка от реализации эмиссионных ценных бумаг предприятия-эмитента, и др.

Стоимость нематериальных активов погашают посредством их амортизации. Амортизационные отчисления по данным активам производят одним из следующих способов:

- линейным способом;
- способом понижаемого остатка;
- способом списания стоимости пропорционально объему продукции (работ).

Применение одного из способов по группе однородных инвентарных объектов допускают в течение всего срока их полезного использования. В течение этого срока начисление амортизации не приостанавливают, кроме случаев консервации предприятия. Срок полезного использования определяют при принятии объектов к бухгалтерскому учету. По инвентарным объектам, по которым невозможно установить срок полезного использования, нормы амортизационных отчислений принимают в расчете на 20 лет (в налоговом учете — на 10 лет), но не более срока деятельности предприятия.

Амортизационные отчисления по нематериальным активам начисляют с первого числа месяца, следующего за месяцем принятия инвентарных объектов к бухгалтерскому учету, и начисляют до полного погашения стоимости этих объектов либо выбытия их бухгалтерского учета в связи с утратой предприятием исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности. Амортизационные отчисления по данным активам прекращают с первого числа месяца, следующего за месяцем полного погашения стоимости этих объектов или списания их с бухгалтерского учета. Амортизационные отчисления показываются в бухгалтерском учете того отчетного периода, к которому они относятся, и начисляются независимо от финансовых результатов деятельности предприятия в отчетном периоде. Доходы и расходы от списания нематериальных активов относят на финансовые результаты предприятия.

Принятые к бухгалтерскому учету нематериальные активы отражают по дебету счета «Нематериальные активы» в корреспонденции со счетом «Вложения во внеоборотные активы» (субсчет «Приобретение нематериальных активов»). При выбытии объектов этих активов (продаже, списании, передаче безвозмездно и др.) их стоимость, учтенную на счете «Нематериальные активы», понижают на сумму начисленной за время использования амортизации (с дебета счета «Амортизация нематериальных активов»). Остаточную стоимость выбывших объектов списывают со счета «Нематериальные активы» на счет «Прочие доходы и расходы».

По объектам нематериальных активов, по которым амортизацию учитывают без использования счета «Амортизация нематериальных

активов», начисленные суммы амортизации списывают непосредственно в кредит счета «Нематериальные активы».

Начисленную сумму амортизации показывают в бухгалтерском учете по кредиту счета «Амортизация нематериальных активов» в корреспонденции со счетами учета затрат на производство (расходов на продажу). При выбытии объектов этих активов сумму начисленной по ним амортизации списывают со счета «Амортизация нематериальных активов» в кредит счета «Нематериальные активы».

Исходя из порядка отражения объектов нематериальных активов в бухгалтерском учете основным источником финансирования их приобретения являются амортизационные отчисления, поступающие в составе выручки от реализации продукции (работ, услуг). Знание указанных положений позволяет финансистам предприятий эффективно управлять инвестициями в нематериальные активы и источниками их финансирования.

Конечный эффект от использования этих активов выражается в общих результатах хозяйственной деятельности предприятия:

- снижении затрат на производство и сбыт продукции (работ, услуг);
- увеличение объема продаж и прибыли за отчетный период по сравнению с базисным;
- укреплении финансовой устойчивости и платежеспособности.

Следовательно, в основу управления динамикой нематериальных активов следует положить следующий принцип: темпы роста объема продаж и прибыли в любом случае должны опережать темпы роста нематериальных активов за расчетный период (квартал, год). Доходность нематериальных активов за период может быть существенно повышена за счет ускорения их оборачиваемости и увеличения рентабельности объема продаж. Оба фактора удастся привести в действие через позитивное влияние нематериальных активов на качество продукции, расширение рынков сбыта, снижение затрат всех видов ресурсов.

Вопросы для самоконтроля

1. Для каких целей предназначены нематериальные активы?
2. Какие статьи относят к нематериальным активам?
3. Приведите определение термина «деловая репутация предприятия».
4. Назовите источники финансирования нематериальных активов.
5. Приведите основные пути поступления этих активов.
6. Назовите причины выбытия данных активов.
7. Охарактеризуйте порядок начисления амортизации по этим активам.

Глава 5

НОВЫЕ ФОРМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

5.1. Лизинг как метод финансирования капитальных вложений

Лизинг как альтернативная форма финансирования долгосрочных инвестиций получает все большее распространение в хозяйстве современной России. Понятие «финансовая аренда (лизинг)» закреплено в статье 665 Гражданского кодекса РФ и дана его трактовка: «По договору финансовой аренды (договору лизинга) арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им продавца и предоставить арендатору это имущество за плату во временное владение и пользование для предпринимательских целей. Арендодатель в этом случае не несет ответственности за выбор предмета аренды и продавца». Арендодатель самостоятельно приобретает имущество для арендатора и уведомляет продавца, что оно предназначено для передачи в аренду определенному лицу. Если иное не предусмотрено договором финансовой аренды, имущество передается продавцом непосредственно арендатору в месте его нахождения. Арендатор вправе предъявить непосредственно продавцу имущества требования в отношении его качества и комплектности, сроков поставки и в других случаях ненадлежащего исполнения договора продавцом. ГК РФ предоставляет в этом случае односторонние преимущества арендодателю, поскольку арендатор не может расторгнуть договор купли-продажи с продавцом без согласия арендодателя. Далее уточнены трехсторонние отношения участников сделки: «В отношениях с продавцом арендатор и арендодатель выступают как солидарные кредиторы». Если ответственность за выбор продавца лежит на арендодателе, то арендатор вправе по своему выбору предъявить требования, вытекающие из договора купли-продажи, как непосредственно продавцу имущества, так и арендодателю, которые несут солидарную ответственность. Однако ГК РФ не уточняет, в какой форме могут быть предъявлены такие требования и как они будут реализованы на практике — путем обращения в Арбитражный суд или в иной форме.

В федеральном законе «О лизинге» от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ дано иное определение этого понятия, отличное от ГК РФ: «Лизинг — вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим или юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем».

В зарубежной финансовой литературе можно встретить различные трактовки данного понятия. Так, Р. Брейли и С. Майерс дают следующее определение этого термина: «Соглашение об аренде длительностью год или более, предусматривающее серии фиксированных выплат, называется лизингом».²⁵

Эти авторы полагают, что финансовым лизингом следует считать аренду, удовлетворяющую следующим признакам:

- право собственности по лизинговому соглашению передается арендатору до окончания срока лизинга;
- арендатор вправе приобрести имущество по договорной цене по окончании срока лизинга;
- срок аренды составляет не менее 75% срока предполагаемой экономической жизни предмета лизинга;
- приведенная стоимость лизинговых платежей составляет не менее 90% стоимости имущества.

По Ван Хорну: «Аренда (Lease) — экономическое использование активов, за которое арендатор соглашается платить владельцу, арендодателю, периодические арендные выплаты».²⁶

Г. Бирман и С. Шмидт в предисловии к главе 11 («Покупка или лизинг») своей книги²⁷ отмечали: «Под словом "аренда" в этой главе мы будем иметь в виду финансовый лизинг, т. е. такую аренду, при которой фирма официально обязуется вносить заранее оговоренные платежи в течение обусловленного периода времени».

Следовательно, по экономической природе лизинг выражает систему экономических отношений между партнерами (участниками лизинговой сделки), связанную с передачей имущества во временное пользование на основе его приобретения и последующей сдачей в долгосрочную аренду на условиях платности и возвратности.

²⁵ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 1997. С. 715.

²⁶ Ван Хорн. Основы управления финансами / Пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 2000. С.577.

²⁷ Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер. с англ. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. С. 279.

Лизинговая деятельность — выполнение лизингодателем функций по договору лизинга. Лизинговые компании осуществляют данный вид деятельности на основании разрешений (лицензий), полученных в установленном законодательством РФ порядке. Лицензирование лизинговой деятельности нерезидентов РФ осуществляют после постановки их на учет в налоговых органах. Лизинговая сделка—совокупность договоров, необходимых для реализации договора лизинга между лизингодателем (арендодателем), лизингополучателем (арендатором) и продавцом (поставщиком) предмета лизинга. Лизинговая сделка может включать в себя условия по оказанию дополнительных услуг лизингодателем лизингополучателю, а именно:

- приобретение у третьих лиц прав на интеллектуальную собственность (ноу-хау, прав на товарные знаки, марки, программное обеспечение и др.);
- приобретение у третьих лиц материальных ценностей, необходимых в период проведения монтажных (шефмонтажных) и пуско-наладочных работ в отношении предмета лизинга, обучение персонала;
- послегарантийное обслуживание и ремонт предмета лизинга;
- подготовка производственных площадей и коммуникаций, услуги по проведению работ, связанных с установкой (монтажом) предмета лизинга;
- иные работы и услуги, без оказания которых невозможно использовать предмет лизинга.

Состав и стоимость дополнительных услуг приводят в договоре лизинга. Предметом лизинга может быть движимое и недвижимое имущество (здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое имущество), используемое для предпринимательской деятельности. В качестве предмета лизинга могут выступать предприятия и иные имущественные комплексы. Предметом лизинга не могут быть земельные участки сельскохозяйственного назначения и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральным законодательством запрещено для свободного обращения. Для лизинга характерна противоречивая экономическая природа. С одной стороны, лизинг представляет собой вложение средств на возвратной основе в основной капитал предприятий. Предоставляя на определенный срок (свыше одного года) движимое и недвижимое имущество, собственник (лизингодатель) в установленное время получает его обратно, т. е. проявляется действие принципов срочности и возвратности. За свою услугу он получает комиссионное вознаграждение, и

тем самым реализуется принцип платности. Следовательно, по содержанию лизинг соответствует кредитным отношениям и приобретает признаки кредитной сделки. С другой стороны, по форме, поскольку лизингодатель (заимодавец) и лизингополучатель (заемщик) имеют дело с капиталом не в денежной, а в товарной форме, лизинг внешне аналогичен реальным инвестициям. Основой любой лизинговой сделки является финансовая, а правильное — кредитная операция. Лизингодатель оказывает лизингополучателю услугу, так как приобретает имущество в собственность за полную стоимость и за счет периодических взносов лизингополучателя по истечении определенного времени возмещает эту стоимость. Поэтому исходя из финансовых отношений между поставщиком и пользователем имущества лизинг можно рассматривать как форму кредитования приобретения движимого и недвижимого имущества, альтернативную традиционному банковскому кредиту. Таким образом, если квалифицировать лизинг как передачу имущества во временное пользование на условиях срочности, возвратности и платности, его можно характеризовать как товарный кредит в основные фонды предприятий. Поэтому в экономической интерпретации лизинг — это кредит, предоставляемый лизингодателем лизингополучателю в форме передаваемого в пользование имущества. Субъектами кредитных отношений являются заимодавец (лизингодатель) и заемщик (лизингополучатель), а объектом ссуды выступают отдельные элементы основного капитала предприятий.

Как отмечают Р. Брейли и С. Майерс, лизинг во многом идентичен обеспеченным облигациям.²⁸ Если компания инвестирует в облигации, то она получает процент в посленалоговом выражении. Если она эмитирует облигации, то выплачивает проценты по долгу в посленалоговом выражении. Следовательно, альтернативные издержки финансового лизинга — это посленалоговая ставка процента на облигации компании. Для оценки лизинга необходимо дисконтировать дополнительные потоки денежных средств от лизинга по посленалоговой процентной ставке. Эквивалентный лизингу заем — это такой кредит, который обеспечивает компании точно такой же поток денежных средств в будущем. Поэтому чистую приведенную стоимость лизинга вычисляют по формуле:

$$\text{стоимость лизинга} = \text{финансирование, обусловленное лизингом} - \text{стоимость эквивалентного займа.} \quad (5.1)$$

²⁸ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 1997. С. 732.

Можно также анализировать эффективность лизинга с позиции арендодателя, используя те же подходы, что и для арендатора. Если арендодатель и арендатор находятся в одинаковом налоговом режиме, то они получают одни и те же денежные потоки, но с обратными знаками, т. е. арендодатель может получить преимущества за счет арендатора, и наоборот. Однако если налоговая ставка арендатора ниже, чем у арендодателя, тогда оба партнера получают выгоду за счет федерального бюджета.

Р. Брейли и С. Майерс полагают, что государство терпит убытки от лизинга, а арендатор и арендодатель выигрывают при следующих условиях:

- налоговая ставка для арендодателя существенно выше, чем для арендатора;
- амортизационная налоговая защита (в форме ускоренной амортизации предмета лизинга) получена в начале лизингового периода;
- лизинговый период длителен, а арендные платежи приходятся на конец периода;
- дисконтная ставка (r) высока; если бы она равнялась нулю, то отсрочка в уплате налога, выраженная в чистой приведенной стоимости денежного потока, не давала бы выигрыша партнерам по лизинговой сделке.

Для практики современной России характерно, что при отсутствии налоговых льгот приобретение долгосрочных активов по лизингу часто дороже, чем с привлечением банковского кредита, так как лизингополучателю необходимо дополнительно обеспечивать доход лизингодателя. Поэтому возникает вопрос: что выгоднее — кредит или лизинг?

Подобное сравнение можно осуществлять только при условии одинаковой доступности получения инвестиционного актива в кредит и по лизингу.

Крупные и средние компании индустриально развитых стран, являющиеся первоклассными заемщиками, как правило, не прибегают к услугам лизингодателей. Во-первых, законодательством разрешена ускоренная амортизация капитальных активов. Это нивелирует преимущества лизинга, так как возможно перенесение выплаты налога на прибыль на более поздние периоды. Во-вторых, для первоклассных клиентов банка доступны долгосрочные кредиты на приобретение машин и оборудования. В данном случае соблюдается «золотое» банковское правило — капитальные активы должны финансироваться за счет долгосрочных обязательств. В-третьих, крупные корпорации не желают нести дополнительные расходы на содержание финансовых посредников в лице лизинговых компаний.

Вместе с тем лизинг позволяет компаниям начать или расширить свой бизнес за счет внедрения новой техники, особенно при дефиците собственных средств и отсутствии кредитных возможностей. В развитии

лизинга заинтересованы и производители машин и оборудования, так как он позволяет увеличить объем производства и продаж. Не случайно в странах ЕЭС на долю лизинга приходится 15-17% общего объема капиталовложений, в том числе в Великобритании 30%. В 1995 г. объем лизинговых контрактов составлял в США около \$130 млрд; в Западной Европе — \$123,5 млрд; в Японии — \$39 млрд.²⁹ При лизинге право пользования имуществом отделяется от права собственности на него. Лизингодатель (собственник) сохраняет за собой право собственности на передаваемое в лизинг имущество, тогда как право пользования им переходит к лизингополучателю. После завершения срока лизинга переданное в пользование имущество остается собственностью лизингодателя. Как правило, в лизинговом договоре предусматривают право лизингополучателя на приобретение объекта (по остаточной стоимости) после истечения срока договора, а следовательно, и право собственности на него.

Субъектами лизинговых отношений являются:

1. Лизингодатель — юридическое или физическое лицо, которое за счет собственных или привлеченных средств приобретает в ходе реализации лизинговой сделки в собственность имущество и представляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю на условиях, определенных договором. Данное имущество может передаваться во временное владение и пользование с переходом или без перехода к лизингополучателю права собственности на предмет лизинга.
2. Лизингополучатель — юридическое или физическое лицо, которое в соответствии с договором лизинга обязано принять предмет лизинга за определенную плату, на фиксированный срок и на определенных условиях во временное владение и пользование.
3. Продавец (поставщик) — юридическое или физическое лицо, которое в соответствии с договором купли-продажи с лизингодателем продает последнему в обусловленный срок производимое (закупаемое) им имущество, которое является предметом лизинга. Продавец обязан передать предмет лизинга лизингодателю или лизингополучателю, исходя из условий договора купли-продажи.

Любой из субъектов лизинговых отношений может быть резидентом РФ, нерезидентом, а также субъектом предпринимательской деятельности с участием иностранного инвестора.

²⁹ Финансы, 1997. № 10. С. 11.

Взаимоотношения между лизингодателем и лизингополучателем регулируют договором, заключаемым в письменной форме. Договор лизинга должен содержать следующие существенные положения:

- детальное описание предмета лизинга;
- объем передаваемых прав собственности;
- наименование места и указание порядка передачи предмета лизинга;
- указание срока действия договора;
- порядок балансового учета предмета лизинга;
- порядок эксплуатации и ремонта предмета лизинга;
- перечень дополнительных услуг, предоставляемых лизингодателем лизингополучателю;
- общую сумму договора и размер вознаграждения лизингодателя;
- порядок расчетов (график платежей);
- порядок страхования предмета лизинга.

Наряду с договором лизинга участники лизинговой сделки вправе заключать с другими лицами обязательные и сопутствующие договоры. К обязательным договорам относят договор купли-продажи имущества. К сопутствующим договорам — договор о привлечении денежных средств, договор залога, договор гарантии, договор поручительства и др.

В договоре лизинга в обязательном порядке предусматривают обстоятельства, которые стороны считают бесспорным и очевидным нарушением обязательств, приводящим к прекращению действия договора и возврату предмета лизинга. Договор лизинга может предусматривать право лизингополучателя продлить срок лизинга с сохранением или изменением условий этого договора. Основной целью управления финансовым лизингом с позиции привлечения предприятием-арендатором заемных средств является минимизация потока платежей по обслуживанию каждой лизинговой сделки. На практике рекомендуют следующие этапы управления финансовым лизингом (рис. 5.1).

Лизинг классифицируют на внутренний и международный. При осуществлении внутреннего лизинга все его участники являются резидентами РФ. При международном лизинге все его участники не являются резидентами РФ.

По срокам предоставления имущества в лизинг его подразделяют на:

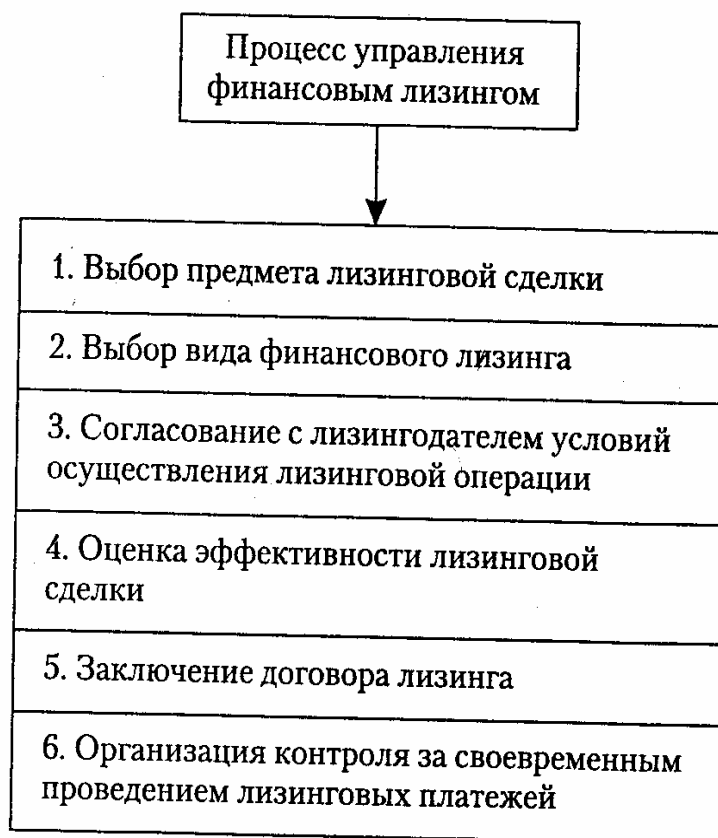


Рис. 5.1. Этапы (шаги) управления финансовым лизингом на предприятии

- долгосрочный, осуществляемый в течение трех и более лет;
- среднесрочный — от полутора до трех лет;
- краткосрочный — менее полутора лет.

В зависимости от состава участников (субъектов) лизинговые операции делятся на:

- 1) прямой финансовый лизинг, при котором собственник имущества (поставщик) самостоятельно сдает объект в аренду пользователю, минуя посредника (двухсторонняя сделка);
- 2) косвенный лизинг, когда передача имущества пользователю происходит через посредника (лизинговую компанию или банк). В данном случае имеет место трехсторонняя сделка (поставщик-посредник—пользователь).

Финансовый лизинг имеет ряд разновидностей: оперативный, лизинг с обслуживанием, левиредж-лизинг (возвратный), лизинг «в пакете» и др. Оперативный лизинг — при котором лизингодатель закупает по своей инициативе имущество и передает его лизингополучателю в качестве предмета лизинга за определенную плату, на фиксированный срок и на заранее оговоренных условиях во временное владение и пользование. Срок, на который имущество передают в лизинг, устанавливают на основании

договора. По истечении срока его действия и при условии выплаты полной суммы лизинговых платежей предмет лизинга возвращается лизингодателю. При оперативном лизинге лизингополучатель не может требовать перехода права собственности на предмет лизинга. При этом предмет лизинга может быть передан в краткосрочную аренду неоднократно в течение полного срока его амортизации. Если предметом лизинга является недвижимое имущество, то оно подлежит государственной регистрации в установленном законодательном порядке. Лизинг с обслуживанием представляет собой сочетание финансового лизинга с договором подряда и предусматривает оказание целого ряда услуг, связанных с содержанием и обслуживанием сданного в долгосрочную аренду оборудования.

Леверидж-лизинг, или возвратная аренда, — частный случай прямого финансового лизинга. Его специфика заключается в том, что собственник имущества (поставщик) передает право собственности на него будущему лизингодателю на условиях договора купли-продажи, т. е. продает это имущество. Одновременно поставщик вступает со своим партнером в лизинговые отношения в качестве пользователя этого имущества. В данном случае поставщик и лизингополучатель являются одним и тем же юридическим лицом. Поставщик выплачивает своему партнеру арендные платежи, включаемые в издержки производства, что понижает налогооблагаемую прибыль и создает у него эффект налоговой экономии (отсрочки уплаты налога). Данный вид финансового лизинга представляет интерес для российских предприятий, поскольку в условиях экономической нестабильности позволяет им успешнее решать свои финансовые проблемы. Лизинг «в пакете» — метод финансирования предприятия, при котором недвижимое имущество предоставляют пользователю в кредит, а машины и оборудование передают по договору аренды.

Сублизинг — особый вид экономических отношений, возникающих в связи с переуступкой прав пользования предметом лизинга третьему лицу, что оформляют договором сублизинга. При сублизинге лицо, осуществляющее сублизинг, принимает предмет лизинга у лизингодателя по договору лизинга и передает его во временное пользование лизингополучателю по договору сублизинга. Переуступка лизингополучателем третьему лицу своих обязательств по выплате лизинговых платежей не допускается. При передаче предмета лизинга в сублизинг обязательным условием является письменное согласие лизингодателя.

В инвестиционной практике США арендодатели предлагают широкий выбор условий аренды. Поэтому на практике арендное соглашение не

соответствует точному определению оперативной или финансовой аренды, а скорее сочетает несколько черт каждой из них. Подобное соглашение часто называют комбинированной арендой (combination lease). Например, положение об аннулировании обычно связано с оперативной арендой, однако договор финансовой аренды может содержать это условие. Тем не менее в данном случае обычно предусматривают определенную .предоплату в размере, достаточном для покрытия недоамортизированной стоимости объекта арендного соглашения.

В лизинговых операциях могут участвовать три и более юридических лиц: лизингодатель, лизингополучатель, поставщик (изготовитель) предмета лизинга (рис. 5.2).

Однако на практике в лизинговой сделке наряду с указанными партнерами участвуют и другие организации. Взаимоотношения между ними представлены на рис. 5.3.

Развитие лизинговых отношений может осуществляться путем сдачи в долгосрочную аренду целых промышленных предприятий, что вызывает необходимость применения раздельного лизинга. Он характеризуется крупномасштабностью и наличием большого количества участников и финансово-кредитных операций при осуществлении сделок.

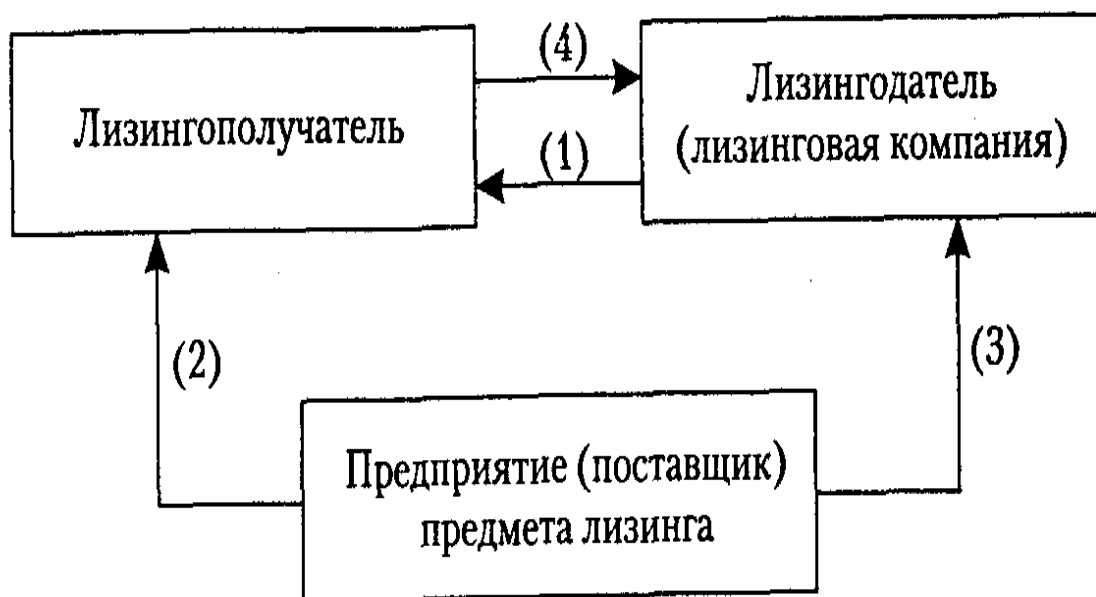


Рис. 5.2. Взаимоотношения между участниками простой лизинговой сделки

Примечание. Операция 1 — заключение договора-лизинга. Операция 2 — поставка предмета лизинга. Операция 3 - оплата поставки предмета лизинга. Операция 4 - платеж (арендная плата) за лизинг имущества.

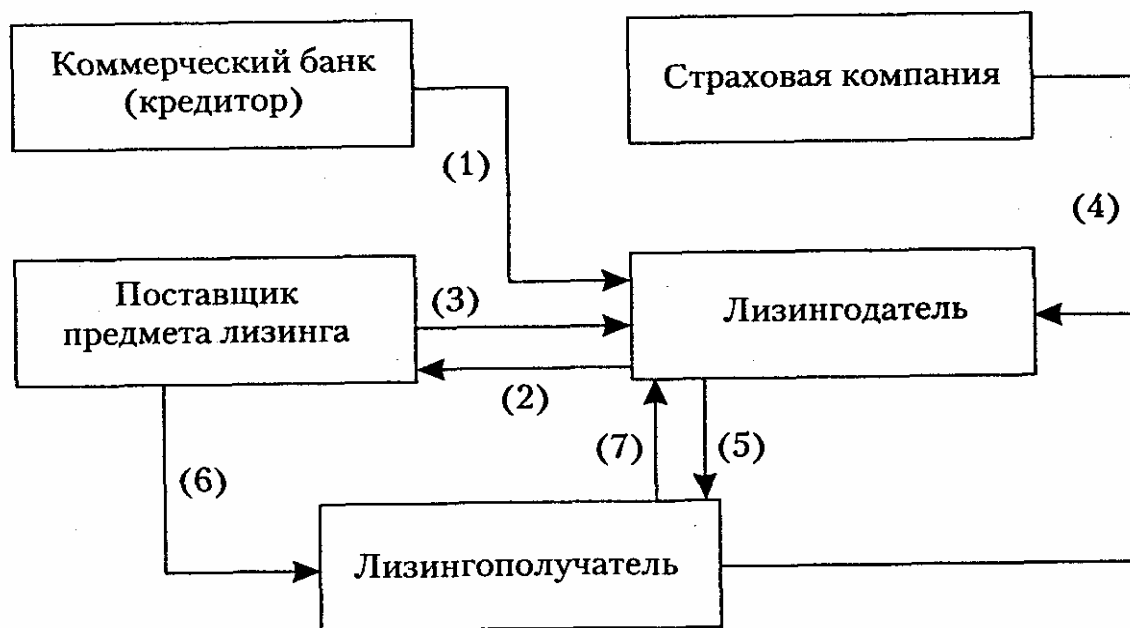


Рис. 5.3. Схема построения многосторонней лизинговой сделки

Примечание. Операция 1 - банковский кредит лизингодателю на приобретение предмета лизинга. Операция 2 - оплата предмета лизинга. Операция 3 - продажа предмета лизинга. Операция 4 - страхование предмета лизинга. Операция 5 - заключение договора о лизинге имущества. Операция 6 - поставка предмета лизинга. Операция 7 - лизинговые платежи.

Раздельный лизинг — усложненный вариант финансового лизинга, который предусматривает участие в сделке нескольких компаний и финансовых организаций. Между ними распределяются обязанности по осуществлению лизинговых операций. Раздельный лизинг используют в том случае, если лизингодатель финансирует лишь часть технических средств, а другую, иногда большую часть, оплачивают за счет займов других участников. Лизингодатель оформляет в пользу займодавца (кредитора) залог на эти технические средства и предоставляет ему преимущественное право на получение арендных платежей (рис. 5.4).

В условиях современной России финансирование покупки лизингового имущества осуществляют специальные компании. Лизинговые компании (фирмы) — коммерческие организации (резиденты РФ), выполняющие в соответствии со своими учредительными документами функции лизингодателей. Учредителями лизинговых компаний могут быть юридические, физические лица (резиденты РФ) или нерезиденты РФ, в том

числе граждане, зарегистрированные в качестве индивидуальных предпринимателей. Для приобретения имущества, подлежащего сдаче в аренду, лизинговые компании используют как собственные, так и заемные средства (кредиты банков). Услуги, предоставляемые такими компаниями лизингополучателям, являются платными, поэтому лизингополучатели обязаны своевременно выплачивать лизингодателям предусмотренные договором лизинга арендные платежи. В общую сумму лизинговых платежей включают:

- платежи за основные услуги (процентное вознаграждение);
- амортизацию имущества за период действия лизингового договора;
- инвестиционные затраты лизингодателя;
- плату за дополнительные услуги лизингодателя, предусмотренные договором;
- страховые взносы за страхование предмета лизинга;
- налог на добавленную стоимость и другие налоги, уплаченные лизингодателем.

Расчет общей суммы лизинговых платежей осуществляют по формуле:³⁰

$$ЛП = АО + ПК + КВ + ДУ + НДС, \quad (5.2)$$

где $ЛП$ — общая сумма лизинговых платежей; $АО$ — величина амортизационных отчислений, причитающихся лизингодателю в текущем году; $ПК$ — плата за используемые кредитные ресурсы лизингодателем на приобретение предмета лизинга; $КВ$ — комиссионное вознаграждение лизингодателю за предоставление имущества по договору лизинга;

$ДУ$ — плата лизингодателю за дополнительные услуги лизингополучателю, предусмотренные договором лизинга; $НДС$ — налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингополучателем по услугам лизингодателя.

³⁰ Методические рекомендации по расчету лизинговых платежей. Утверждены Минэкономки РФ и Минфином РФ от 16.04.1996 г.



Рис. 5.4. Примерная схема осуществления крупномасштабных операций раздельного финансового лизинга

Примечания. 1. Комиссионное вознаграждение за услуги брокерской компании по подбору участников сделки. 2. Вознаграждение кредитной брокерской компании за организацию предоставления кредита и других услуг по финансовым операциям. 3. Арендные платежи потребителя технических средств (лизингополучателя). 4. Лизинговые платежи, причитающиеся лизингодателю. 5. Финансирование лизингодателем части приобретенных технических средств у изготовителя-поставщика. 6. Оплата компании-производителю приобретенных у нее технических средств. 7. Кредиты финансовых организаций, представленные для закупки комплекта необходимых лизингодателю технических средств. 8. Платежи по полученным ранее кредитам и проценты за их использование.

Следует отметить, что для амортизируемых основных средств, которые являются предметом финансового лизинга, к основной норме амортизации налогоплательщик вправе применять специальный коэффициент, но не выше трех. Данное положение не распространяется на основные средства,

относимые к первой—третьей амортизационным группам, в случае, если амортизацию по ним начисляют нелинейным методом.

Плату за используемые лизингодателем кредитные ресурсы (KP) на приобретение предмета лизинга устанавливают по формуле:

$$PK = \frac{KP \times SP}{100}, \quad (5.3)$$

где PK — плата за используемые кредитные ресурсы; SP — ставка процента за кредит, %.

Комиссионное вознаграждение можно устанавливать по соглашению сторон в процентах:

- от балансовой стоимости имущества предмета лизинга;
- от среднегодовой остаточной стоимости имущества.

Расчет комиссионного вознаграждения (KB) осуществляют по формуле:

$$KB = BC \times C_{kb}, \quad (5.4)$$

где BC — балансовая стоимость имущества-предмета лизинга; C_{kb} — ставка комиссионного вознаграждения, доли единицы.

Размер налога на добавленную стоимость ($НДС$) определяют по формуле:

$$НДС = \frac{B \times C_{ндс}}{100}, \quad (5.5)$$

где B — выручка от сделки по договору лизинга в расчетном году; $C_{ндс}$ — ставка налога на добавленную стоимость в расчетном году, %.

Размер, способ, форму и периодичность выплат определяют в договоре по соглашению сторон. Лизинговые платежи относят на издержки производства (обращения) лизингополучателя.

Лизинговые платежи можно осуществлять деньгами (денежная форма), продукцией или услугами арендатора (компенсационная форма), а также деньгами и продукцией (смешанная форма).

По методу начисления лизинговые платежи подразделяют на:

- платежи с фиксированной общей суммой;
- авансовые платежи;
- минимальные платежи.

При использовании метода начисления платежей с фиксированной суммой общая их величина выплачивается в течение всего срока действия лизингового договора в соответствии с согласованными партнерами сроками и способами выплат. Если допускают авансовые платежи, то лизингополучатель в момент подписания договора уплачивает лизингодателю аванс в сумме, согласованной сторонами. Оставшаяся часть суммы платежей (за вычетом аванса) начисляется и уплачивается в течение

срока действия договора (аналогично платежам с фиксированной общей суммой). При использовании метода минимальных платежей в общий их объем включают сумму амортизации лизингового имущества за весь срок действия договора, плату за привлечение лизингодателем заемных средств, комиссионное вознаграждение и плату за дополнительные услуги лизингодателя, предусмотренные договором, а также стоимость выкупаемого лизингового имущества, если выкуп предусмотрен договором. Однако ключевым условием всех трех методов является начисление лизинговых платежей равными долями.

Если лизинговым договором предусмотрен выкуп имущества лизингополучателем по заранее согласованной стоимости, то эту сумму соответствующими долями прибавляют к выплатам, определенным исходя из фиксированной общей суммы лизинговых платежей (метод минимальных выплат). В лизинговом договоре предусматривают сроки выплаты платежей (еженедельно, ежемесячно, поквартально). Договором лизинга можно предусматривать отсрочку лизинговых платежей на срок не более шести месяцев с момента начала использования предмета лизинга. Обязательства лизингополучателя по уплате лизинговых платежей наступают с момента начала использования лизингополучателем предмета лизинга, если иное не предусмотрено договором лизинга.

Под общей суммой возмещения инвестиционных затрат (издержек) и выплатой вознаграждения понимают общую сумму лизингового договора. Под инвестиционными затратами понимают расходы лизингодателя, связанные с приобретением и использованием предмета лизинга лизингополучателем, включая:

- стоимость предмета лизинга;
- налог на имущество (на недвижимость);
- расходы на транспортировку и установку, включая монтаж и шеф-монтаж;
- расходы на обучение персонала лизингополучателя работе, связанной с предметом лизинга;
- расходы на таможенное оформление и оплату таможенных пошлин и сборов, связанных с предметом лизинга;
- расходы на хранение предмета лизинга до момента ввода его в эксплуатацию;
- страхование от всех видов рисков;
- расходы на выплату процентов за использование кредитных ресурсов, привлеченных для приобретения предмета лизинга;
- плату за предоставленные лизингодателю третьими лицами гарантии и поручительства;

- расходы на содержание и обслуживание предмета лизинга;
- расходы на регистрацию предмета лизинга;
- расходы на создание резерва для капитального ремонта предмета лизинга;
- другие расходы, без которых невозможна нормальная эксплуатация предмета лизинга.

Инвестиционные расходы (издержки) лизингодателя должны быть подтверждены соответствующими расчетами. Вознаграждение лизингодателя — денежная сумма, предусмотренная договором лизинга сверх возмещения инвестиционных затрат. Доходом лизингодателя по договору лизинга является его вознаграждение. Прибылью лизингодателя считают разницу между его доходами и расходами на осуществление его основной деятельности. Право пользования имуществом принадлежит лизингополучателю на условиях, предусмотренных договором. В случае нарушения участниками его условий они могут требовать расторжения договора в порядке, установленном ГК РФ. Предмет лизинга, переданный лизингополучателю по договору финансового лизинга, учитывают на балансе лизингодателя или лизингополучателя по соглашению сторон. При осуществлении оперативного лизинга предмет лизинга учитывают на балансе лизингодателя.³¹

Лизинг предоставляет следующие преимущества лизингодателю:

- расширяет номенклатуру продукции, с которой он выступает на внутреннем и внешнем рынка;
- обеспечивает реализацию технических средств и предоставление услуг, продажа которых на других условиях невыгодна или нецелесообразна;
- повышает экономическую эффективность сдаваемых в долгосрочную аренду машин и оборудования путем отбора выгодных контрактов;
- создает и расширяет круг его постоянных партнеров, укрепляет с ними деловые связи, минуя посредников;
- лизинговое оборудование является обеспечением сделки, так как за лизинговой компанией сохраняются права собственника имущества на весь период действия договора лизинга. Поэтому само имущество является обеспечением лизинговой сделки;
- целенаправленное использование имущества, поскольку машины и оборудование приобретаются у конкретного поставщика для передачи их в долгосрочную аренду определенному лизингополучателю. Поэтому

³¹ См. Бухгалтерское приложение «Договор лизинга: правовое регулирование, учет и налоги» // Экономика и жизнь. 2001. № 44.

последний не может использовать эти технические средства на цели, не предусмотренные договором лизинга;

- благоприятный налоговый режим: возможность ускоренной амортизации движимого имущества, относящегося к активной части основных средств, с коэффициентом не выше трех, что создает эффект налоговой экономии.

Лизинговые операции дают возможность лизингополучателю:

- приобрести необходимое имущество без значительных единовременных капитальных затрат;
- не формировать дополнительное обеспечение, так как собственность на имущество сохраняется за лизингодателем, поэтому для осуществления сделки не требуется дополнительного покрытия (при эффективном процессе возврата собственности);
- частично устранить риск потерь, связанных с моральным износом технических средств;
- снизить налогооблагаемую прибыль, так как расходы по лизингу относят на издержки производства (обращения), т. е. учитывают в составе прочих расходов;
- учитывать особенности деятельности предприятия в договоре лизинга (сезонность, цикличность производства и другие факторы);
- получить упрощенное заключение лизингового договора по сравнению с привлечением банковского кредита или выпуском эмиссионных ценных бумаг, что особенно важно для малых и средних предприятий;
- составить гибкий график лизинговых платежей в соответствии с операционным циклом и потоком денежной наличности. Это означает, что лизинговая компания при расчете лизинговых платежей в обязательном порядке должна учитывать финансовое состояние партнера. Если лизингополучатель является малым предприятием, либо для установки машин и оборудования необходимо продолжительное время (несколько месяцев), то партнеры по лизинговой сделке, скорее всего, предусмотрят арендные платежи в повышающихся размерах. В данном случае величина отдельных платежей по договору лизинга будет с течением времени возрастать, что позволит лизингополучателю выполнить свои договорные обязательства по выплате арендных платежей, даже если приток денежной наличности на начальном этапе использования технических средств минимален.

Для изготовителя (поставщика) технических средств лизинг открывает следующие перспективы:

- создает предпосылки для снижения расходов на рекламу, изучение рынка, поиск потребностей. Эти услуги непосредственно предоставляет

лизингодатель, а производитель может сконцентрировать свои ресурсы на выпуске машин и оборудования;

- в лице лизингодателя изготовитель находит постоянного и надежного партнера, который готов оплатить всю стоимость заказа;
- появляется реальная возможность включить в список потенциальных покупателей технических средств тех потребителей, которые из-за дефицита собственных или заемных средств оказались бы вне сферы экономических интересов производителя, лишились бы его потенциальной прибыли;
- предоставляется возможность выразить лизингодателю недовольство потребителя, вызванное поломкой машин и оборудования в результате неумелой эксплуатации или неудовлетворительного обслуживания;
 - использование возвратного лизинга дает возможность производителю существенно улучшить свое финансовое положение. Если предприятие остро нуждается в оборудовании, но испытывает дефицит финансовых ресурсов для покрытия текущих расходов, то ему очень выгодно реализовать это оборудование лизинговой компании и одновременно, заключив договор аренды, продолжать его эксплуатацию. Это не исключает последующего выкупа имущества после окончания срока договора и восстановления прав собственности на него.

Необходимыми условиями широкого развития лизинговых операций в России являются стабилизация денежно-кредитной и финансовой системы, преодоление высокой инфляции, кризиса неплатежей, спада производства. Большое значение для становления лизинговой деятельности имеет государственная поддержка. Наиболее важными мерами такой поддержки являются:

- разработка и реализация федеральной программы развития лизинговой деятельности;
- создание залоговых фондов для обеспечения банковских инвестиций в лизинг с использованием государственного имущества;
- долевое участие государственного капитала в создании инфраструктуры лизинговой деятельности в отдельных целевых инвестиционно-лизинговых проектах;
- выделение предприятием, осуществляющим лизинг, государственного заказа на поставки товаров для государственных нужд;
- финансирование из федерального бюджета и предоставление государственных гарантий в целях реализации лизинговых проектов, в том числе компаний-нерезидентов;

- предоставление лизинговым компаниям налоговых и кредитных льгот для создания благоприятных экономических условий в их деятельности;
- формирование фонда государственных гарантий по экспорту отечественных машин и оборудования в рамках международного лизинга.³²

Реализация данных мер на практике позволит активизировать лизинговую деятельность в России, и прежде всего в такой базовой отрасли, как машиностроение.

Вопросы для самоконтроля

1. Приведите определение термина «лизинг».
2. Раскройте экономическую сущность лизинговой сделки.
3. Назовите предмет лизинговой сделки.
4. Перечислите основных субъектов лизинговых отношений.
5. Раскройте содержание договора-лизинга.
6. Приведите классификацию лизинга по срокам предоставления имущества в аренду.
7. Какие разновидности имеет финансовый лизинг?
8. Назовите характерные черты крупномасштабного раздельного лизинга.
9. Какие элементы включают в состав лизинговых платежей?
10. Охарактеризуйте методы начисления лизинговых платежей.
11. Какие статьи включают в инвестиционные затраты лизингодателя?

5.2. Проектное финансирование

Для предприятий России наряду с проблемой обоснованной оценки эффективности инвестиционных проектов не менее важна и актуальна проблема их финансирования в условиях острого дефицита финансовых ресурсов. На практике собственных средств даже преуспевающих предприятий недостаточно для решения неотложных инвестиционных задач, поэтому им приходится привлекать дополнительные внешние источники финансирования. В настоящее время российский финансовый рынок не в состоянии обеспечить реальный сектор экономики достаточными инвестиционными ресурсами. Поскольку основной объем активов многих коммерческих банков (вплоть до финансового кризиса августа-сентября 1998 г.) был сосредоточен на рынке государственных долговых обязательств, то промышленные предприятия могли претендовать только на краткосрочные банковские и коммерческие кредиты (на срок не более одного года). Это делало невозможным осуществление средне- и долгосрочных

³² Федеральный закон «О лизинге» от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ.

инвестиционных программ, обеспечивающих обновление и расширение производственного потенциала многих предприятий.

Дефицит инвестиционных ресурсов для долгосрочных вложений в реальный сектор экономики со стороны банковской системы РФ объясняется не только нежеланием банков вкладывать средства в развитие производства (из-за высоких рисков и низкого уровня доходности вложений), но и отсутствием на рынке капитала стимулов для долгосрочных кредитов и финансовых инструментов для финансирования производственных инвестиций. Кроме того, на рентабельность проектов негативно влияет высокая «цена» кредита. Вместе с тем в индустриально развитых странах одним из наиболее перспективных методов финансового обеспечения реальных инвестиций является проектное финансирование.

Данное направление инвестиционной деятельности имеет существенное значение для таких отраслей, как

горнодобывающая промышленность, электроэнергетика, развитие производственной инфраструктуры и т. д. В тех случаях, когда в

реализации крупномасштабного проекта участвуют финансово-кредитные организации, а инвестиционные затраты возмещают за счет

будущих доходов вновь создаваемого предприятия (объекта), применяемый метод мобилизации денежных ресурсов

носит название

«проектного финансирования». Он позволяет российским предприятиям уже сегодня получить заемное финансирование для реализации долгосрочных проектов по более низким процентным ставкам, чем существующие на мировых и отечественных рынках ссудного капитала. Кроме того, данный метод позволяет значительно снизить инвестиционные риски за счет распределения их среди многих участников, применения системы гарантий, большого числа источников и эффективных схем финансирования проекта.

В России проблемы проектного финансирования изучены недостаточно. В 1990-е гг. их исследованию были посвящены работы А. Л. Смирнова, Е. А. Телегиной, В. Ю. Катасонова и некоторых других отечественных ученых-экономистов.³³

³³ Смирнов А. Л. Организация финансирования инвестиционных проектов. М.: АО «Консалтбанк», 1993; Телегина Е. А. Проектное финансирование нефтегазового комплекса в рыночной системе хозяйства. М.: ИРЦ, Газпром, 1994; Катасонов В. Ю., Морозов Д. С. Проектное финансирование: организа-

ция, управление риском, страхование. М.: Анкил, 2000.

Для организации финансирования крупных проектов их инициаторы совместно с предполагаемыми участниками и в тесном взаимодействии с банками разрабатывают детальное технико-экономическое обоснование (ТЭО), сметно-техническую документацию и бизнесплан намечаемого проекта. Только после этого данные документы могут быть представлены на рассмотрение потенциальным инвесторам и первоклассным кредиторам (банкам), заинтересованным в реализации проекта.

К важнейшим принципам проектного финансирования относятся:

1. Участие в проекте надежных партнеров, готовых сотрудничать в реализации проекта.
2. Квалификационная подготовка ТЭО и проектно-сметной документации, их предварительное согласование с банком, если предполагается его участие в проекте в качестве кредитора, гаранта, агента (организатора финансирования).
3. Достаточная капитализация проекта.
- 4.. Детальная разработка всех аспектов строительства и эксплуатации проекта (транспорта, производства продукции, маркетинга, менеджмента и т. д.).
5. Оценка проектных рисков и их распределение между участниками.
6. Наличие соответствующего набора обеспечения и гарантий.

Многие инвестиционные проекты финансируют за счет собственных средств учредителей. Подобный подход соответствует международной практике финансового обеспечения новых проектов. Он заключается в том, что расходы и риски должны нести главным образом инициаторы (учредители) проекта. Они как акционеры имеют возможность получать высокие доходы, в то время как кредиторы могут рассчитывать только на своевременный возврат кредита и процентов по нему. Как и многие другие финансовые понятия, «проектное финансирование» трактуют неодинаково. Так, в США этот термин подразумевает, что получаемые от проекта доходы являются основным источником погашения долговых обязательств или формой финансирования без привлечения дополнительных источников либо с их ограниченным привлечением. В Западной Европе данный термин используют для характеристики различных способов финансирования инвестиционных проектов. Основным источником погашения финансовых заимствований служит денежный поток (Cash Flow), генерируемый проектом, а также активы, система гарантий и обязательств, предоставляемых как обеспечение кредита.

Главная особенность проектного финансирования (в отличие от корпоративного и государственного) заключается в рациональном

распределении рисков между всеми участниками проекта, управлении рисками в процессе его реализации и согласовании решений и действий всех участвующих в данном проекте сторон. Учитывая эту особенность с точки зрения риск-менеджмента, можно констатировать, что проектное финансирование выражает такую форму финансового обеспечения реальных инвестиций, при которой заемщики и кредиторы планируют денежные потоки, рационально распределяют риски междусобой, оценивают различные виды обеспечения привлекаемых средств, согласовывают свои интересы, гарантии и обязательства, сообща принимают решения и координируют свои действия.

Основными факторами, влияющими на выбор способа проектного финансирования инвесторами и операторами проекта, являются:

- ограничения на внешние заимствования;
- значительные сроки и объем инвестиций;
- необходимость тщательного учета внешних и внутренних рисков;
- налоговые льготы;
- оптимизация расчетов в рамках тщательного анализа всего проекта и схем его финансирования;
- необходимость привлечения третьих лиц в качестве гарантов и поручителей по проекту.

Следует учитывать, что характеристики проекта в каждом конкретном случае разные. Поэтому между группами участников (кредиторами и заемщиками) возникают расхождения в оценках проекта и способах организации проектного финансирования. Если противоречивость оценок преодолеть не удастся, то для нахождения компромиссных решений обычно привлекают экспертов, консультантов и советников.

Как правило, в результате адекватного управления рисками проектное финансирование организуют на довольно выгодных для всех участников проекта условиях и приемлемых для них уровнях риска. Эти условия самым тесным образом зависят от отношения к рискам главных участников реализации проекта — спонсоров и кредиторов (банков).

Требования, предъявляемые банками для различных проектов, неодинаковы. Они проводят разную политику в отношении учета рисков. Например, банки устанавливают различные лимиты кредитования для разных стран, регионов и отраслей экономики и предприятий государства, где реализуются конкретные проекты. У спонсоров-промышленников (строителей, эксплуатационников) отличные от банков представления о финансовых условиях сделки и ее рисках. При подготовке сделки спонсоры

принимая во внимание специфику проекта и проводят сравнения с аналогичными проектами, которые считаются типовыми и служат базой для разработки проектно-сметной документации. Банки при оценке условий кредитной сделки исходят из моделей ценообразования, применяемых на финансовом рынке. Таким образом, банки также исходят из желания получить приемлемое для себя соотношение «риск—доходность» либо наиболее приемлемое для условий России соотношение «риск—ликвидность—доходность». В этих целях привлекают опытных экспертов и осуществляют многовариантные расчеты на базе современных экономико-математических моделей.

Коммерческий банк редко принимает на себя риск финансировать в одиночку крупномасштабный проект. Законодательство практически любой развитой страны устанавливает определенные пределы суммарных кредитных рисков на одного заемщика для коммерческих банков. В рамках действующей системы управления рисками банк стремится диверсифицировать риск своего инвестиционного портфеля в рамках имеющихся кредитных ресурсов. Однако возможности каждого отдельного банка в кредитовании крупномасштабного проекта ограничены. Поэтому, исходя из объемов проектного финансирования, создают консорциумы (синдикаты) из ведущих национальных или иностранных банков. В рамках консорциума участие каждого банка лимитируют определенной суммой кредита. Таким образом, снижение уровня общего риска достигается распределением объемов финансирования среди нескольких банков. При этом речь идет только о тех рисках, которые, в отличие от других участников проекта, берут на себя кредитные организации в рамках системы распределения банковских рисков. Масштабность и риски многих долгосрочных инвестиционных проектов требуют осуществления финансирования в форме синдицированных (консорциальных) кредитов. Синдицированный кредит предоставляют два и более банков (синдикат банков) на условиях, регулируемых общим документом (пакетом документов). Процент по ссуде начисляют на сумму синдицированного займа по переменной (плавающей) ставке. Такая переменная ставка устанавливается периодически (наиболее часто используют периоды — один, два, три и шесть месяцев) по выбору заемщика. Общие сроки и условия кредитования применимы ко всем параметрам сделки (исключая комиссии за предоставление кредита). Различие комиссий за предоставление кредитных ресурсов связано с предпочтением одних банков другим. Приоритет получают банки, которым предоставлено право на организацию сделки, и

соответственно они несут основные рыночные риски при кредитовании проекта. В банковский синдикат стараются привлечь как можно больше известных банков из наиболее развитых государств, чтобы у правительства страны, где реализуется проект, не возникло желания осуществить экспроприацию недвижимого имущества. Синдикат может также включать банки страны реализации проекта, особенно в тех случаях, когда существуют ограничения для иностранных банков брать в обеспечение активы проекта. Банки объединяются в синдикаты, чтобы распределить риски при крупных сделках (это логично как для кредитных, так и для эмиссионных синдикатов).

Синдицированные кредиты являются не только источником ресурсного обеспечения крупных инвестиционных проектов и распределения рисков между участниками, но также способствуют развитию межбанковских отношений (Banking Relationships). Особенно это важно для банков, начинающих внешнеэкономическую деятельность и стремящихся доказать свою финансовую устойчивость и надежность. В процессе подготовки получения синдицированного кредита банки принимающей страны устанавливают более тесные деловые отношения со своими иностранными партнерами-кредиторами. Синдицированный кредит дает возможность кредиторам и заемщикам изучить друг друга, не подвергаясь серьезным финансовым рискам.

Расчеты необходимых для реализации конкретного проекта денежных ресурсов позволяют уже на начальном этапе разработки ТЭО оценить возможности его учредителей, потребности в заемном капитале, ожидаемую прибыль, потенциальные инвестиционные и коммерческие риски.

Методы проектного финансирования стали использовать на Западе в начале 80-х гг. для описания различных типов финансовых операций, которые давали бы инициаторам проектов снизить расходы на погашение долговых обязательств, воспользоваться услугами финансово-кредитных организаций, включая прямую или косвенную поддержку государства.

Для успешной реализации проектов используют различные комбинации способов долгового и долевого финансирования, гарантии и поручительства финансово-кредитных организаций. Кроме того, применяют различные схемы финансирования крупных проектов типа «строй—владей—эксплуатируй»; «строй—эксплуатируй—передай право собственности»; «строй—владей—передай право собственности и получай доходы» или комбинированную схему «строительство—приобретение прав собственности—эксплуатация, передача прав собственности и получение доходов». Последняя схема предполагает совмещение проектного

финансирования с ограниченным регрессом на заемщика с финансовым обеспечением под правительственные гарантии.

В большинстве случаев правительство принимающей страны (страны осуществления проекта) непосредственно не участвует в финансировании проекта. Тем не менее оно может принять участие в акционерном капитале через какую-либо организацию или считать главным потребителем продукции (услуг) проекта, или стать собственником объекта после окончания срока концессии.

Примерами совмещения финансирования с ограниченным регрессом и привлечением денежных ресурсов, гарантированных государством, может служить строительство крупных электро- и тепловых станций, других энергетических объектов, дорог и тоннелей, важных объектов телекоммуникаций, связи и инфраструктуры (промышленной, транспортной, информационной и социальной).

Необходимо отметить, что указанные схемы проектного финансирования не получили должного развития в российской экономике, поскольку становление реальных рыночных отношений между государством и частным сектором только начинается. Однако использование в России схем организации проектного финансирования типа «строительство—эксплуатация—передача», «строительство—владение—эксплуатация—передача» и других подобных схем не только возможно, но и необходимо в условиях острого дефицита инвестиционных ресурсов. Это объясняется тем, что сегодня основным стабилизирующим фактором является участие в данных схемах финансирования государства, которое может стимулировать потенциальных частных и корпоративных инвесторов для вложения средств в социально значимые объекты за счет значительного снижения проектных рисков, рациональной системы налогообложения (включающей инвестиционный налоговый кредит) и ряда других льгот.

Итак, проектное финансирование выражает обеспечение экономической и технической жизнеспособности предприятия, позволяющее генерировать денежные потоки, достаточные для обслуживания своего долга. В банковской практике исходя из того, какую долю риска принимает на себя кредитор, выделяют следующие виды проектного финансирования.

1. Без какого-либо регресса на заемщика. Под термином «регресс» понимают обратное требование о возмещении предоставленной суммы денежных средств, предъявляемое одним юридическим лицом другому обязанному лицу.
2. С полным регрессом на заемщика.

3. С ограниченным регрессом на заемщика. Проектное финансирование без регресса на заемщика предполагает, что кредитор принимает на себя все коммерческие и политические риски, связанные с реализацией проекта, оценивая только денежные потоки, генерируемые проектом и направляемые на погашение кредитов и процентов по ним. Эта форма финансирования наиболее дорогостоящая для заемщика, так как кредитор рассчитывает получить соответствующую компенсацию за высокий уровень финансового риска. Кредитор может принять на себя небольшую часть рисков по проекту, если ему удастся разработать эффективную систему обязательств, участвующих в реализации проекта сторон. Это касается вопросов снабжения ресурсами, транспортировки, сбыта продукции, страхования. В данном случае весомые преимущества имеет заемщик, так как он несет расходы по привлечению средств, и его кредитный рейтинг дает ему возможность привлекать средства для удовлетворения других текущих потребностей в них на выгодных условиях. Кредиторам часто приходится предоставлять определенные льготы своим партнерам: участие в уставном капитале, заключение долгосрочных договоров, гибкий график погашения ссуд и др.

Данную форму финансирования проектов используют достаточно редко из-за большой сложности создания системы коммерческих обязательств и высоких расходов на привлечение специалистов, экспертов, консультационные услуги и др. Без регресса на заемщика финансируют проекты, имеющие высокую рентабельность и обеспечивающие выпуск конкурентоспособной продукции и связанные прежде всего с добычей и переработкой полезных ископаемых.

Проектное финансирование с полным регрессом на заемщика получило широкое распространение в мировой практике. Данной форме отдают предпочтение из-за возможности сравнительно быстро получить необходимые денежные средства для финансирования проекта. Оно отличается наиболее низкой стоимостью привлечения средств по сравнению с другими.

Финансирование с полным регрессом требований кредитора на заемщика можно использовать в следующих случаях:

- предоставление средств для финансирования малорентабельных проектов, имеющих федеральное или региональное значение, бесприбыльных проектов по созданию инфраструктуры;
- предоставление средств в форме экспортного кредита, так как многие специализированные организации по предоставлению экспортных кредитов имеют возможность принимать на себя риски проектов без дополнительных

гарантий третьих сторон, но согласны предоставить кредит только в такой форме;

- недостаточная надежность выданных по проекту гарантий, хотя они и покрывают все проектные риски;
- предоставление средств для небольших проектов, которые чувствительны даже к незначительному увеличению инвестиционных затрат.

Проектное финансирование с ограниченным регрессом на заемщика предполагает оценку всех рисков, связанных с реализацией проекта. Они распределяются между участниками таким образом, чтобы последние могли принять на себя все зависящие от них риски. Например, заемщик берет на себя все риски, связанные с эксплуатацией предприятия; поставщики оборудования принимают на себя риски, связанные с комплектностью и качеством поставок; подрядчик несет ответственность за окончание строительства предприятия и т.д. Преимуществом данного способа проектного финансирования является его умеренная стоимость и максимальное распределение рисков между всеми участниками проекта. Стороны, заинтересованные в реализации проекта, принимают на себя конкретные коммерческие обязательства вместо предоставления гарантий. Разновидностью проектного финансирования с ограниченным регрессом на заемщика является финансовое обеспечение проекта, не затрагивающее баланс заемщика и других участников. В данном случае заемщик должен предоставить кредиторам определенные гарантии и частично заложить свои активы. Кроме того, заемщик может получить следующие дополнительные преимущества:

- возможность мобилизации средств, которые невозможно привлечь из других источников;
- при правильном распределении рисков по проекту можно привлечь дополнительные кредиты;
- финансовые обязательства перед кредиторами не являются бременем для заемщика;
- рациональная организация финансирования проекта может улучшить деловую репутацию заемщика и облегчить привлечение средств в будущем. При реализации крупномасштабных проектов в них оказываются задействованными многие участники:

- спонсоры (или инициаторы) проекта;
- проектная компания, учреждаемая спонсорами;
- кредиторы (коммерческие банки, банковский консорциум);
- подрядчики (генеральный подрядчик и субподрядчики);
- консультанты;
- поставщики оборудования;

- страховые компании и банки-гаранты;
- институциональные инвесторы, приобретающие акции и иные ценные бумаги, эмитируемые проектной компанией;
- финансовый советник;
- оператор-компания, управляющая объектом инвестиционной деятельности после ввода его в эксплуатацию;
- покупатели товаров (услуг) вновь созданного предприятия и другие участники.

Одно из ведущих мест в системе проектного финансирования принадлежит проектной компании (ПК). Она создается спонсорами (инициаторами) проекта исключительно в целях его реализации. Если при обычных кредитных отношениях банк оценивает кредитоспособность конкретного ссудополучателя, то при проектном финансировании это теряет смысл. Свои усилия банк-кредитор концентрирует на оценке привлекательности инвестиционного проекта в целом (финансовой устойчивости, доходности и безопасности) и на вопросах гарантий, обеспечивающих деятельность ПК. Чаще всего создание ПК вызывается тем, что получение проектного кредита отражается на балансе ПК, а не на балансе спонсоров (учредителей), которые этой операцией не хотели бы ухудшить свое финансовое положение. Такой метод финансирования получил название «вне баланса». Возможности внебалансового финансирования зависят от законодательства конкретной страны, определяющего права бухгалтерского и налогового учета и отчетности. Как известно, внебалансовая задолженность не так опасна для компании-спонсора, так как не учитывается банками и рейтинговыми агентствами при оценке ее платежеспособности.

Анализ применяемых способов проектного финансирования позволяет выделить их преимущества:

- привлечение значительных кредитных ресурсов под потенциальный проект;
- получение правовых гарантий под будущий проект;
- обеспечение выгодных кредитных условий и процентных ставок при недостаточной кредитоспособности спонсора;
- получение дополнительных гарантий инвестиций в рамках совместной деятельности по реализации проекта путем распределения проектных рисков между участниками;
- отсутствие необходимости отражения в финансовых отчетах спонсоров инвестиционных затрат до момента полной окупаемости проекта.

Применение различных вариантов проектного финансирования позволяет компаниям-организаторам проекта, формирующим капитал для его реализации, привлекать значительные средства на рынке ссудного капитала. Наиболее перспективной формой мобилизации средств для реализации совместных проектов в России является организация финансирования долгосрочных инвестиций на основе лимитированного проектного финансирования. Его условием является вложение инвестором определенной части собственных средств. Как правило, по проектам, на финансирование которых выделяются средства из федерального бюджета, собственные средства должны составлять как минимум 20%. В этих условиях финансовая поддержка государства должна составлять как минимум 40%, что соответствует мировой практике. Остальные средства могут быть предоставлены в форме долгосрочных кредитов заинтересованными в проекте банками. Одновременно государство может за счет средств федерального бюджета предоставить уполномоченному банку гарантии финансирования особо важного проекта в размере до 40% средств, предоставляемых конкурентному инвестору в форме кредита. Однако в настоящее время реальные возможности применения подобного способа финансирования инвестиционных проектов ограничены существующими в России финансовыми проблемами, а также отсутствием соответствующей законодательной базы. Кроме того, полнота информации о потенциальных инвестиционных проектах не соответствует требуемому международному уровню, что затрудняет проведение объективной оценки целесообразности реализации конкретного проекта и привлечения денежных ресурсов спонсоров и кредиторов.

Выводы

1. Проектное финансирование характеризуется особым способом финансово-экономического обеспечения проекта, в основе которого находится подтверждение реальности получения запланированных дисконтированных денежных потоков (*Discounted Cash Flow, DCF*) путем выявления связанных с проектом наиболее важных и значимых рисков и распределения основной их части между спонсорами, кредиторами, подрядчиками, поставщиками материальных ресурсов и другими участниками.
2. Поскольку при оценке реального проекта спонсоры и кредиторы, а также другие участники проектного финансирования только частично полагаются на возможности проекта генерировать денежные потоки, то для полной уверенности в возврате инвестированных средств часто приходится прибегать к услугам гарантов или поручителей по проекту.
3. В последние годы в сфере реального инвестирования усилилась тенденция перехода к проектному финансированию с ограниченным регрессом на

заемщика, особенно при реализации крупномасштабных проектов. Правильное применение данного способа финансового обеспечения проектов дополняет недостающие гарантии и обязательства, защищает частных и корпоративных инвесторов от политических, административно-правовых и других видов рисков внутри конкретной страны.

4. При проектном финансировании основным обеспечением предоставляемых банками кредитов является сам проект, т. е. доходы, которые получит создаваемое или реконструируемое предприятие в будущем.

5. Лимитированное проектное финансирование является наиболее приоритетной формой привлечения инвестиций для реализации капиталоемких проектов в топливно-энергетическом комплексе и других важных отраслях хозяйства современной России.

Вопросы для самоконтроля

1. Раскройте содержание понятия «проектное финансирование».
2. В чем причины низкой активности российских банков в сфере долгосрочного инвестирования?
3. Назовите основные принципы проектного финансирования.
4. Какие факторы влияют на выбор способа проектного финансирования?
5. Раскройте содержание понятия «синдицированный кредит».
6. Приведите основные виды проектного финансирования.
7. В каких случаях используют проектное финансирование с полным регрессом на заемщика?
8. В чем заключаются характерные особенности проектного финансирования с ограниченным регрессом на заемщика?
9. Назовите основных участников реализации инвестиционного проекта.

5.3. Финансирование капитальных вложений на основе соглашений о разделе продукции

Для активизации инвестиционной деятельности в горнодобывающей промышленности важную роль призваны сыграть Соглашения о разделе продукции (СРП). Правовую основу для них создает одноименный федеральный закон «О соглашениях о разделе продукции» от 30.12.1995 г № 225-ФЗ (в редакции одноименных ФЗ от 14.01.1999 г. и от 18.06.2001 г.). Он является наиболее полным, так как охватывает как организационную сторону, регулируя состав участников соглашения о разделе продукции и порядок их взаимодействия, так и налоговый режим, предоставляемый участникам подобных инвестиционных проектов.

Соглашение о разделе продукции (далее — соглашение) представляет собой договор, в соответствии с которым Российская Федерация дает возможность субъекту предпринимательской деятельности (инвестору) на

возмездной основе и на фиксированный срок исключительные права на поиски, разведку и добычу минерального сырья на участке недр, определенном в соглашении, и на производство связанных с этим работ. Инвестор обязуется осуществлять проведение указанных работ за свой счет и на свой риск. Соглашение предусматривает все необходимые условия, связанные с использованием недр, включая условия и порядок раздела произведенной продукции между сторонами. Право пользования участком недр может быть ограничено, приостановлено или прекращено по условиям заключенного соглашения.

Перечни участков недр, право пользования которыми на условиях раздела продукции может быть предоставлено в соответствии с положениями закона РФ «О СРП», устанавливаются федеральными законами, за исключением случаев, приведенных в статье 5 (пункт 2) данного Закона. Требование о включении месторождений, подпадающих под режим СРП, не случайно. Соглашение устанавливает налоговый режим, отличный от действующего для других юридических лиц, и предоставление такого режима может быть осуществлено путем принятия специального федерального закона. Однако статьей 2 (пункт 5) рассматриваемого Закона предусмотрены исключения, согласно которым для отдельных категорий месторождений указанное право может предоставить Правительство РФ и орган исполнительной власти (администрации) субъекта РФ. К таким категориям месторождений отнесены:

- месторождения нефти с извлекаемыми запасами до 25 млн тонн;
- месторождения газа, запасы которых не превышают 250 млн куб. метров;
- месторождения коренного золота с запасами до 50 тонн;
- месторождения россыпного золота с запасами до 1 тонны;
- месторождения других полезных ископаемых, не относящихся к стратегическим видам минерального сырья и не являющихся валютными ценностями.

Предоставление участков недр на условиях соглашений о разделе продукции для включения в соответствующие перечни производится в следующих случаях:

- обусловленная объективными факторами избыточность для недропользователя и государства продолжения разработки являющихся градообразующими месторождений полезных ископаемых;
- отсутствие финансовых и технических ресурсов для освоения новых крупных месторождений полезных ископаемых, за счет освоения которых обеспечивается поддержание необходимого для социального развития и экономической безопасности РФ уровня добычи полезных ископаемых;
- необходимость привлечения специальных высокочувствительных технологий разработки трудноизвлекаемых, но значительных по объему запасов полезных ископаемых;

- необходимость привлечения дополнительных финансовых и технических ресурсов для обеспечения экономической безопасности;
- необходимость обеспечения регионов собственным топливно-энергетическим сырьем;
- наличие обязательств РФ о проведении переговоров об условиях соглашений, а также наличие результатов проведения конкурсов или аукционов по предоставлению участков недр в пользование на условиях раздела продукции.

Участок недр предоставляется в пользование инвестору в соответствии с условиями соглашения. Инвестору выдается лицензия на срок действия соглашения. Она подлежит продлению или переоформлению либо утрачивает силу в соответствии с условиями соглашения. Действие соглашения по инициативе инвестора, а также при условии выполнения им принятых на себя обязательств продлевается на срок, достаточный для завершения экономически целесообразной добычи минерального сырья и обеспечения рационального использования и охраны недр.

Государство заключает соглашение с победителем конкурса или аукциона, проводимого в соответствии с законодательством РФ и в сроки, согласованные сторонами, но не позднее чем через год со дня объявления результатов конкурса или аукциона. Условиями конкурса или аукциона должно быть предусмотрено участие юридических лиц РФ в реализации соглашений в долях, определенных Правительством РФ, и соответствующими органами исполнительной власти субъектов РФ. Однако в отдельных случаях соглашения могут быть заключены без проведения конкурсов или аукционов при условии, если:

- интересы обороны и безопасности государства требуют заключения соглашения с конкретным инвестором;
- проведенный конкурс или аукцион признан несостоявшимся в связи с участием в нем только одного инвестора. В таком случае соглашение может быть заключено с этим инвестором, принявшим участие в конкурсе или аукционе;
- инвестор является пользователем недр для разведки и добычи полезных ископаемых на иных предусмотренных законодательством РФ условиях, отличных от условий соглашения;
- по согласованию с Правительством РФ и органом исполнительной власти субъекта РФ переговоры с инвестором по подготовке проектов соглашений были начаты до вступления в силу федерального закона «О СРП».

Разработка условий пользования недрами и подготовка проекта соглашения по каждому объекту недропользования осуществляются комиссией,

созданной Правительством РФ по согласованию с органом исполнительной власти соответствующего субъекта РФ. Подписание соглашения со стороны государства осуществляют Правительство РФ и орган исполнительной власти соответствующего субъекта РФ.

Общий принцип организации работы инвестора в рамках соглашения о разделе продукции заключается в следующем. Все работы по освоению месторождения инвестор выполняет за свой счет. Для координации деятельности по освоению месторождения в рамках соглашения о разделе продукции создается управляющий комитет, в котором стороны соглашения — инвесторы и государство — представлены равным количеством голосов. В свою очередь, голоса государства распределяются поровну между Правительством РФ и органом исполнительной власти субъекта РФ. Численный состав, права и обязанности управляющего комитета, а также порядок его работы установлены соглашением, что позволяет создать порядок управления проектом, приемлемый для инвестора. Функции по непосредственной организации деятельности по выполнению работ, предусмотренных соглашением, могут быть переданы инвестором оператору работ по соглашению. В качестве такого оператора могут выступать созданные инвестором для этих целей на территории РФ филиалы или юридические лица либо привлекаемые для этих целей иностранные компании. Предмет деятельности оператора должен быть ограничен организацией указанных работ. При этом инвестор несет имущественную ответственность перед государством за действия оператора соглашения как за свои собственные действия. Выполнение работ по соглашению регламентировано рядом условий. В частности, инвестор должен предоставить российским юридическим лицам преимущественное право на участие в работах в качестве подрядчиков и поставщиков, в том числе предусмотреть размещение заказов на выпуск оборудования в объеме не менее 70% от общей стоимости таких заказов, а также привлечь российских граждан для участия в работах в количестве не менее 80% всех привлеченных работников. Все эти меры направлены на косвенное привлечение инвестиций в экономику РФ.

Наиболее важной особенностью соглашений является положение о разделе продукции между участниками и связанном с ним порядке налогообложения. В соответствии со статьей 8 закона РФ «О СРП» вся продукция, полученная при эксплуатации месторождения, делится на продукцию, передаваемую инвестору в возмещение его затрат и прибыльную продукцию. Прибыльная продукция распределяется между инвестором и государством. Часть прибыльной продукции, принадлежащей государству, распределяется между органами федеральной власти и субъекта РФ на основании соглашения между ними.

Соглашение о разделе продукции определяет порядок расчета всех частей общего объема продукции:

- общего объема произведенной продукции и ее стоимости;
- компенсационной продукции, т. е. той продукции, которая передается в собственность инвестору для возмещения его затрат на выполнение работ по соглашению;
- порядок передачи государству принадлежащей ему в соответствии с условиями соглашения части произведенной продукции или ее стоимостного эквивалента;
- порядок раздела между государством и инвестором прибыльной продукции, под которой понимают произведенную продукцию за вычетом той ее части, которую используют для уплаты платежей за пользование недрами и компенсационной продукции;
- порядок передачи инвестору принадлежащей ему продукции, исходя из условий соглашения.

Минеральное сырье, полученное инвестором в рамках реализации инвестиционного проекта по соглашению о разделе продукции, является его собственностью и может быть вывезено с таможенной территории РФ на условиях, определенных этим соглашением, без количественных ограничений экспорта.³⁴ Наибольшие преимущества режим СРП предоставляет в части налогообложения деятельности инвестора. На инвестора возлагают следующие платежи:

- налог на прибыль;
- платежи за пользование недрами;
- налог на добавленную стоимость;
- единый социальный налог (взносы).

От других налогов и сборов инвестор освобожден. Налог на прибыль инвестор уплачивает в порядке, установленном Налоговым кодексом РФ (глава 25), с учетом следующих особенностей:

- объектом обложения этим налогом является определяемая в соответствии с условиями соглашения стоимость части прибыльной продукции, принадлежащей инвестору по соглашению. При этом такую стоимость понижают на сумму платежей инвестора за пользование заемными средствами, разовых платежей инвестора за пользование недрами, а также на сумму других не возмещаемых инвестору затрат, состав и порядок учета

³⁴ За исключением случаев, предусмотренных федеральным законом «О государственном регулировании внешнеторговой деятельности».

которых при определении налогооблагаемой базы устанавливают соглашением. В случае, если указанные затраты превышают стоимость принадлежащей инвестору части прибыльной продукции, в последующие периоды объект обложения налогом на прибыль уменьшают на сумму возникающей разницы до полного ее возмещения;

- уплату налога на прибыль инвестора при выполнении работ производят обособленно от уплаты налога на прибыль по другим видам деятельности. При этом применяют ставку налога на прибыль, действующую на дату подписания соглашения;
- налог на прибыль, взимаемый по ставке зачисления этого налога в бюджеты субъектов РФ, вносят в бюджет субъекта РФ, на территории которого расположен предоставляемый в пользование участок недр, независимо от места регистрации плательщика.

При исполнении соглашений уплату налога на добавленную стоимость осуществляют в порядке, установленном Налоговым кодексом РФ. Инвестор уплачивает государству за пользование недрами:

- разовые платежи (бонусы) при заключении соглашения или по достижении определенного результата, установленные условиями соглашения;
- ежегодные платежи за проведение поисковых и разведочных работ (ренталс), установленные за единицу площади использованного участка недр, исходя из экономико-географических условий, размера участка недр, вида полезного ископаемого, степени геологической изученности участка недр и уровня риска;
- регулярные платежи (роялти), устанавливаемые в процентном отношении от объема добычи минерального сырья или от стоимости произведенной продукции. Роялти инвестор уплачивает в денежной форме или в виде части добытого минерального сырья.

Инвестор освобожден от уплаты иных платежей за пользование недрами. Плату за землю и иные природные ресурсы инвестор осуществляет в соответствии с законодательством РФ. При реализации соглашений уплату акцизов осуществляют с учетом особенностей, определенных Налоговым кодексом РФ.

Для выполнения работ по соглашению инвестор должен открывать в банках специальные счета в рублях или в иностранной валюте на территории РФ или за рубежом. Инвестору предоставлено право получать и хранить выручку в иностранной валюте от реализации принадлежащей ему доли продукции на указанных банковских счетах, оплачивать с этих счетов любые расходы по выполнению работ по соглашению, а также налог на прибыль и

платежи за пользование недрами, свободно распоряжаться остатком средств на этих счетах. На инвестора, а также на юридических лиц (операторов соглашения, подрядчиков, поставщиков и др.) не распространяются требования обязательной продажи на валютном рынке РФ части валютной выручки, полученной при выполнении работ по соглашению.

Инвестор имеет право передать полностью или частично свои права и обязанности по соглашению другому юридическому или физическому лицу только с согласия государства при условии, что эти лица располагают достаточными финансовыми и техническими средствами, а также управленческим опытом, необходимыми для выполнения работ по соглашению. Условия соглашения сохраняют свою силу в течение всего срока действия. Изменения в соглашение вносятся только по согласию сторон, а также по требованию одной из сторон в случае существенного изменения обстоятельств в соответствии с ГК РФ.

Важное значение для инвестора имеет правовая норма, при которой государство гарантирует ему получение установленных при заключении соглашения коммерческих результатов (статья 17, пункт 2 закона «О СРП»). Принципиальное значение для инвестора имеет также иммунитет государства. Он состоит в том, что в соглашениях, заключаемых с иностранными юридическими и физическими лицами, может быть предусмотрен (в соответствии с законодательством РФ) отказ государства от судебного иммунитета, иммунитета в отношении предварительного обеспечения иска и исполнения судебного или арбитражного решения. Тем самым государство дает возможность иностранным инвесторам самим защищать свои права и иметь реальные гарантии, накладывать арест на имущество и счета, принадлежащие РФ, и обращать взыскание на указанное имущество.

Вопросы для самоконтроля

1. Какие перспективы открывают соглашения о разделе продукции для активизации инвестиционной деятельности в РФ?
2. Назовите объекты соглашений о разделе продукции.
3. Приведите случаи, когда соглашения с инвесторами могут быть заключены без проведения конкурсов и аукционов.
4. Перечислите налоги, уплачиваемые инвестором в рамках соглашений о разделе продукции.
5. Раскройте содержание гарантий, предоставляемых Российской Федерацией иностранным инвесторам.

5.4. Финансирование долгосрочных инвестиций на основе эмиссии облигаций

Ценные бумаги, эмитируемые акционерными компаниями, классифицируют на долевые (акции) и долговые (облигации). При таком их делении долг

представляет собой сумму денежных средств, которая должна быть возвращена вместе с процентами.

С финансовых позиций основные отличия между долгом и акционерным капиталом сводят к следующему:³⁵

- долг не служит подтверждением участия в собственности компании. Кредиторы, как правило, не имеют права голоса на общем собрании акционеров;
- платежи компаний по выплате процентов считаются расходами по ведению бизнеса и освобождены от налогов. Выплату дивидендов по акциям облагают налогом;
- непогашенный долг является обязательством компании. Если он не погашен, то кредиторы имеют право претендовать на ее имущество (активы). Такой платой за высокий долг является возможность банкротства или реорганизации компании. Этого не может быть, если происходит увеличение акционерного капитала.

Все долговые ценные бумаги (облигации) являются обязательством компании выплатить к определенному сроку основную сумму долга и осуществлять регулярные платежи процентов за непогашенную его часть. Облигации выражают, как правило, обеспеченный долг. Обеспечением долга являются активы (имущество) компании. Облигации часто представляют и негарантированные обязательства компании. В практике США долговая расписка — необеспеченное долговое обязательство со сроком обращения от 10 лет и более. Владельцы долговых расписок имеют право взыскания только на то имущество компании, которое не является предметом залога (имущество, остающееся после учета всех залогов и выданных обеспечений). В настоящее время практически все публично размещенные в США облигации промышленных и финансовых компаний являются долговыми расписками. Однако облигации железных дорог и общественных предприятий обеспечены залогом имущества. Существуют и другие признаки корпоративных облигаций, такие как возможность досрочного выкупа, создание фондов их погашения, рейтинг, специальные механизмы защиты инвесторов. Все эти черты облигаций находят отражение в проспекте эмиссии. Он представляет собой письменный договор между компанией (заемщиком) и ее кредиторами. Обычно компания назначает доверенное лицо (например банк), которое представляет интересы держателей облигаций.

³⁵ Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. С. 358.

Такая трастовая компания обязана следить за соблюдением условий проспекта эмиссии, управлять фондом погашения облигаций и представлять интересы владельцев этих ценных бумаг в случае возникновения серьезных финансовых трудностей у эмитента.

Обычно проспект эмиссии содержит следующие ключевые разделы:

- основные условия выпуска облигаций;
- общее количество эмитируемых бумаг;
- описание имущества, которое является обеспечением выпуска;
- договоренности по выплатам и погашению;
- условия досрочного погашения;
- характеристика способов защиты вкладчиков.

Корпоративные облигации выпускают обычно именными. Это означает, что компания ведет реестр держателей, в котором фиксируют права собственности на каждую облигацию и все изменения в составе владельцев. В практике США компания выплачивает проценты и основную сумму долга посредством чека, направляемого по почте лицу, указанному в реестре. Корпоративная облигация может быть именной и иметь приложенные к ней купоны. Для получения процентов владелец отделяет купон от облигации и посылает его держателю реестра компании (платежному агенту). Как альтернатива облигация может быть на предъявителя, т. е. она выпускается без указания имени владельца, а платежи осуществляются любому лицу, которое предъявило купон.

Облигации погашают по истечении срока их обращения, после которого держатель облигаций получит указанный на них номинал, или же они могут погашаться полностью или частично до истечения срока обращения (досрочно). Досрочное погашение осуществляют за счет специально накопленных денежных фондов. Фонд погашения облигаций — счет, управляемый доверенным лицом и используемый для их досрочного погашения. На практике существует несколько способов досрочного погашения облигаций:

- единовременное погашение до истечения срока их обращения;
- погашение равными долями в течение периода обращения;
- при дефиците денежных средств — в виде одного крупного платежа по истечении срока обращения облигаций.

Досрочный выкуп позволяет компании погасить часть выпущенных в обращение облигаций по фиксированным ценам в определенный момент времени, что находит отражение в проспекте эмиссии. Под защитой от долгосрочного выкупа подразумевают период времени, в течение которого эмитент не имеет права на долгосрочное погашение облигаций. Защитный механизм используют для защиты прав и интересов владельцев облигаций. Например, компания не может закладывать любые активы другим кредиторам, не может слиться с другой компанией, не должна выпускать другие облигации и т. д.

В структуре корпоративного финансирования компаний США на долю эмиссионных ценных бумаг (включая облигации) приходится примерно 20-25%.

В индустриально развитых странах объем эмиссии облигаций колеблется от 10-15% до 60-65% общего объема выпуска корпоративных ценных бумаг, что подтверждает их важную роль как альтернативного источника инвестиций.³⁶

В России данный источник финансирования реального сектора экономики практически не задействован вследствие недостаточного развития рынка корпоративных ценных бумаг. Так, в 1999 г. ФКЦБ России зарегистрировала 19 174 выпуска акций и только 63 выпуска корпоративных облигаций (в 1998 г. соответственно 19 848 и 93 выпуска).³⁷

Крупнейшими эмитентами облигаций были такие известные российские акционерные компании как РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», ОАО НК «Лукойл», Тюменская нефтяная компания и другие эмитенты топливно-энергетического комплекса.

Практика развитых стран подтверждает, что с помощью эмиссии облигаций можно мобилизовать значительные финансовые ресурсы для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов, обеспечить их владельцам получение устойчивого процентного дохода, гарантировать его первоочередную выплату (по сравнению с дивидендами по акциям).

Привлечение заемного капитала в форме выпуска облигаций обеспечивает акционерному обществу следующие преимущества.

³⁶ Финансы. 2000. № 7. С. 19.

³⁷ Экономика и жизнь. 2000. № 34.

1. Эмиссия облигаций не приводит к утрате контроля над управлением общества (как в случае с выпуском акций).
2. Облигации могут быть эмитированы при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (в сравнении со ставками процента за банковский кредит или дивидендами по акциям).
3. Облигации имеют большую возможность распространения, чем акции, вследствие меньшего уровня риска для инвесторов, поскольку обеспечены имуществом общества.
4. Корпоративные облигации обеспечивают привлечение капитала на длительный период времени — от одного года до десяти лет, что позволяет финансировать среднесрочные и долгосрочные инвестиционные программы корпораций.
5. Облигации известных корпораций — а в процессе обращения облигаций на фондовом рынке аспектам анализа качества и надежности бумаг для владельцев уделяют особое внимание — предлагают более низкий процентный доход по ним, так как имеют минимальный уровень риска, следовательно, они имеют более выгодные для эмитентов условия привлечения капитала по сравнению с долгосрочным банковским кредитом. (Примером могут служить корпорации в автомобильной, авиакосмической, электронной, нефтяной промышленности США.)
6. Массовый выпуск надежных и привлекательных корпоративных облигаций при отлаженной системе их размещения создает потенциальные возможности для привлечения сбережений населения в реальный сектор экономики, т. е. трансформации денежных накоплений семейных хозяйств в инвестиции. Это особенно важно для обновления производства и перехода российской промышленности на инновационный путь развития.
В то же время эмиссия облигаций имеет следующие негативные последствия для акционерного общества:
 - а) облигации не могут быть эмитированы для формирования уставного капитала и покрытия временного недостатка денежных средств. Его удобнее возместить за счет краткосрочного банковского или коммерческого кредита;
 - б) эмиссия облигаций связана со значительными дополнительными расходами эмитента и требует длительных сроков привлечения средств; эмиссию облигаций на большую сумму могут позволить себе только крупные акционерные общества (корпорации);
 - в) уровень финансовой ответственности общества за своевременную выплату процентов и основной суммы долга при погашении облигаций очень высок, так как взыскание этих сумм при длительной просрочке платежей

осуществляют через процедуру банкротства;

г) после выпуска облигаций, вследствие изменения конъюнктуры на финансовом рынке, средняя ставка ссудного процента может быть значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигационному займу. Это ставит эмитента в невыгодные финансовые условия и заставляет его долгосрочно выкупать собственные облигации.

Вывод. Следовательно, в условиях современного отечественного фондового рынка эмиссия корпоративных облигаций предпочтительна для высокорентабельных акционерных компаний нефтегазового комплекса, энергетики, связи, пищевой промышленности и некоторых других отраслей хозяйства в случае реализации ими крупных инвестиционных проектов. Для финансирования таких проектов целесообразно использовать смешанный метод, заключающийся в том, что наряду с долгосрочным заемным капиталом целесообразно использовать собственные средства корпораций в объеме не менее 40-50%.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите отличия долговых обязательств от акционерного капитала.
2. Приведите примерное содержание проспекта эмиссии облигаций.
3. Перечислите случаи досрочного погашения корпоративных облигаций.

Глава 6

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ КАЧЕСТВ И ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

6.1. Общая характеристика финансовых активов предприятий (корпораций)

Экономические преобразования в России ориентированы на развитие рыночных отношений и регуляторов, а также на создание эффективной системы функционирования финансового рынка. Одной из важных тенденций реструктуризации предприятий становится формирование корпоративных структур в виде акционерных обществ, холдингов и финансово-промышленных групп (ФПГ). Поэтому актуальна проблема управления их инвестиционным портфелем, состоящим из реальных и финансовых активов.

Выражение части капитала предприятия в форме финансовых активов (вложений) предполагает функционирование развитого рынка ценных бумаг как эффективного инструмента привлечения инвестиций в реальный сектор экономики.

Долгосрочные и оперативные управленческие решения определяются составом инструментов фондового рынка, наличием профессиональных участников, предоставляющих различные услуги инвесторам, состоянием

законодательной базы, регламентирующей взаимоотношения между участниками данного рынка. Степень развития указанных элементов и форм их взаимодействия в рамках инвестиционного процесса определяет эффективность функционирования рынка ценных бумаг и возможность достижения целей, поставленных его участниками.

Мобилизацию временно свободных денежных средств и их инвестирование в различные виды активов акционерных обществ (АО) осуществляют посредством выпуска и обращения на фондовом рынке эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций). Ценной бумагой признают документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении. С передачей ценной бумаги удостоверяемые ею права в совокупности переходят к другому лицу. Утрата ценной бумаги лишает возможности реализовать выраженное в ней право. Согласно ГК РФ (часть первая), можно выделить следующие отличительные признаки эмиссионных ценных бумаг (ЭЦБ):

- это документы;
- составляют их по установленной форме;
- они удостоверяют имущественное право;
- осуществление или передача имущественных прав возможны только при предъявлении этих документов;

- размещаются выпусками.

С позиции инвестиционного менеджмента можно выделить дополнительные признаки ЭЦБ:

- ценные бумаги — денежные документы, удостоверяющие имущественное право в форме титула собственности (акции корпораций), или имущественное право как отношение займа владельца документа к эмитенту (корпоративные облигации);

- ценные бумаги — документы, свидетельствующие об инвестировании средств;

- акции акционерных обществ выражают требования, предъявляемые к реальным активам;

- ценные бумаги приносят их владельцу определенный доход в форме дивидендов и процентов.

Эти свойства делают их собственников капиталовладельцами. Выпуск финансовых инструментов представляет собой совокупность ценных бумаг одного эмитента, обеспечивающий равный объем прав владельцам и размещаемых первоначально на одинаковых условиях. Все бумаги одного

выпуска должны иметь один государственный регистрационный номер. Ценные бумаги могут выступать объектом следующих операций:

- выпуска (эмиссии) для первичного размещения на фондовом рынке (например, для формирования уставного капитала вновь создаваемого акционерного общества);
- обращения, т. е. купли-продажи путем заключения гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ЭЦБ;
- погашения, т. е. изъятия из обращения с выплатой владельцам соответствующего вознаграждения (например, при уменьшении уставного капитала акционерного общества);
- залога и страхования (например, высоколиквидные ценные бумаги — акции известного эмитента предоставляют возможность акционерному обществу получить в банке ссуду под залог таких ценных бумаг);
- срочных контрактов на фондовой бирже (опционных и фьючерсных сделок).

Виды прав, которые удостоверяются ЭЦБ, обязательные реквизиты, требования к форме ценной бумаги и другие необходимые требования определяются законодательством РФ.

Отсутствие обязательных реквизитов или несоответствие их установленной форме влечет недействительность ценной бумаги.

Многообразие видов ценных бумаг определяет множественность их классификации.

Документарные и бездокументарные ценные бумаги

ЭЦБ выпускают в документарной и бездокументарной формах. Особенность документарной формы (акций и корпоративных облигаций) выражается в том, что их владельцы устанавливают на основании предъявления надлежаще оформленного сертификата ценной бумаги или, в случаях его депонирования, по записям на счете «депо» в депозитарии. Сертификат эмиссионной ценной бумаги — документ, выпускаемый эмитентами подтверждающий совокупность прав на указанное в этом документе количество ценных бумаг. Владелец ценной бумаги может требовать от эмитента исполнения его обязательств по данному сертификату. Владельцы бездокументарных ценных бумаг определяют на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае их депонирования, на основании записи по счету «депо» в депозитарии.

Передача прав по ценной бумаге

Права, удостоверяемые ценной бумагой, могут принадлежать:

- 1) предъявителю ценной бумаги (фондовый инструмент на предъявителя);
- 2) названному в ценной бумаге лицу (именная ценная бумага);

3) названному в ценной бумаге лицу, которое само вправе реализовать права или назначить своим распоряжением другое уполномоченное лицо (ордерная ценная бумага). Для передачи другому лицу прав, удостоверенных ценной бумагой на предъявителя, достаточно передать ее другому лицу. Права, удостоверенные именной ценной бумагой, передают в порядке, предусмотренном для уступки требований (цессии). Цессия — уступка требований одного лица в пользу другого. Ордерную ценную бумагу выписывают на имя первого приобретателя или по его «приказу». Это означает, что указанные в них права можно передавать исходя из произведенной на ценной бумаге передаточной надписи или индоссамента. Индоссамент, совершенный по ценной бумаге, переносит все права по ней на лицо, в пользу которого сделана передаточная надпись индоссанта. Последний несет ответственность не только за наличие права, но и за его осуществление. Сам процесс передачи права на платеж по ценной бумаге называют индоссацией. Индоссамент бывает бланковым (без указания лица, в пользу которого должно быть осуществлено исполнение) или ордерным (с указанием лица, в пользу которого должно быть произведено исполнение). Индоссамент может быть ограничен только поручением выполнять права, предусмотренные ценной бумагой, без передачи этих прав индоссату (перепоручительный индоссамент). В данном случае индоссат выступает в качестве представителя индоссанта. Лицо, которое выдает ценную бумагу, и остальные лица, подписавшие ее, отвечают солидарно перед ее владельцем.

В случае удовлетворения требований законного владельца ценной бумаги об исполнении предусмотренного в ней обязательства рядом лиц из числа лиц, обязавшихся до него по данной бумаге, эти последние получают право обратного требования (регресса) к остальным лицам, индоссировавшим эту ценную бумагу. Отказ от выполнения обязательства по ценной бумаге со ссылкой на отсутствие основания обязательства либо на его недействительность не допускается.

Проиллюстрируем содержание операций с ценными бумагами на примере движения простого и переводного векселей. Если выписывается простой (соло) вексель, то плательщик является векселедателем. Последний обязуется перечислить векселедержателю определенную сумму денег в обусловленный срок и в установленном месте. Процесс обращения простого векселя осуществляется в следующей последовательности.

1. Векселедатель (покупатель-плательщик) выписывает вексель поставщику получателю платежа — кредитору.

2. Поставщик (векселедержатель) отгружает товар или оказывает услуги векселедателью.
3. Векселедержатель предъявляет в установленный срок вексель к оплате.
4. Векселедатель оплачивает товар (выполненные работы, услуги) и гасит вексель.

При использовании простого векселя в сделке участвуют только два партнера — векселедатель и векселедержатель.

В случае использования переводного векселя (тратты) в сделке участвуют несколько юридических или физических лиц. Переводной вексель представляет собой письменное предложение векселедателя (кредитора-трассанта) другому лицу — заемщику (трассату) перечислить определенную сумму денежных средств третьему лицу (предъявителю-ремитенту). Если трассат акцептует вексель (или вексель им уже акцептован), но не производит платежа по нему, то возникает протест векселя. В данном случае векселедержатель предъявляет его в порядке регрессионного иска для безусловного взыскания денег. Протест векселя является публичным актом нотариальной конторы, которая официально фиксирует отказ от платежа по векселю. Нотариальная контора в день принятия его к протесту предъявляет его плательщику с требованием об оплате. Если плательщик отвечает отказом, то нотариус составляет акт о протесте векселя. После совершения процедуры протеста вексель через банк возвращается векселедержателю, который получает право на взыскание платежа по нему в судебном порядке. Если на векселе были сделаны индоссаменты (передаточные надписи), то последний векселедержатель, не получивший платеж, вправе предъявить иск к любому индоссанту. Платеж по акцептованному переводному векселю может быть дополнительно гарантирован посредством выдачи вексельного поручительства — авалья. Аваль предоставляет третье лицо (банк) как за первоначального, так и за каждого последующего должника по данному векселю. Аваль оформляется специальной надписью авалиста на лицевой стороне документа. В авале указывают, за кого выдано поручительство, место и дату выдачи, ставят подписи первых должностных лиц банка и его печать. Авалист и лицо, за которое он поручился, несут солидарную ответственность за платеж по векселю. В случае оплаты векселя авалистом к нему переходят все права, вытекающие из этого документа. Авалирование векселей повышает их надежность, что способствует развитию вексельного обращения. Процесс обращения переводного векселя представлен на рис. 6.1.

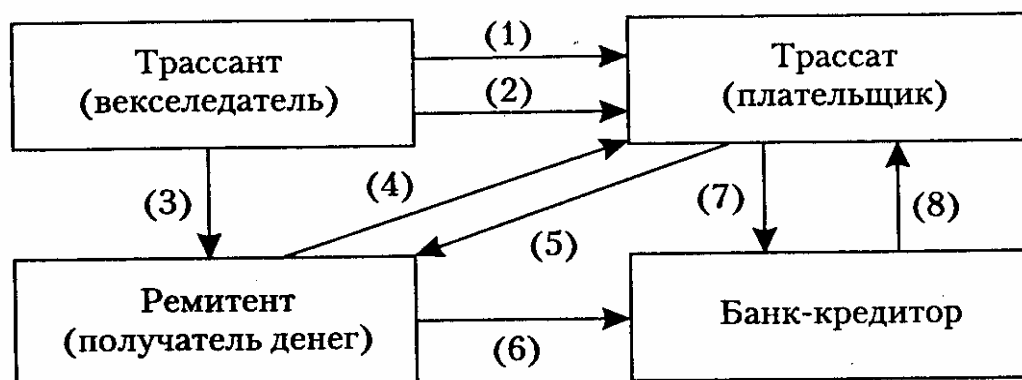


Рис. 6.1. Процесс обращения переводного векселя

Примечание. Операция 1 — векселедатель (трассант) направляет плательщику (трассату) товар, а также переводной вексель (тратту) выписанный на плательщика. Операция 2 — плательщик (трассат) акцептует вексель и возвращает его векселедержателю (трассанту). Операция 3 — векселедатель (трассант) направляет акцептованный вексель ремитенту (получателю денег). Операция 4 — ремитент направляет переводной вексель к оплате. Операция 5 — трассат дает распоряжение банку об оплате векселя и одновременно и гасит его, делая отметку об оплате на его обратной стороне. Операция 6 — ремитент отправляет вексель банку-кредитору. Операция 7 — банк-кредитор высылает вексель в банк трассата для взыскания денег на свой счет. Операция 8 — денежные средства поступают в погашение ранее выданного кредита (под залог векселя в порядке учета).

Денежные и капитальные ценные бумаги

По сроку обращения ЭЦБ классифицируют на денежные и капитальные. *Денежные ценные бумаги* характеризуют краткосрочное заимствование денег (на срок до одного года). К ним относят коммерческие и банковские векселя, депозитные сертификаты до востребования, коносаменты, чеки, аккредитивы и другие инструменты денежного рынка. Доход по денежным бумагам носит разовый или краткосрочный характер. Чаще их используют в качестве платежного средства по финансовым обязательствам.

Капитальные ценные бумаги выпускают для формирования или увеличения уставного капитала либо долгосрочных пассивов, что необходимо для расширения производственно-коммерческой деятельности акционерных обществ (корпораций). Они обращаются на рынке капитала. Государственные долговые обязательства (облигации федеральных и субфедеральных займов) также обращаются на рынке капитала.

Капитальные ценные бумаги делятся на долевые и долговые (процентные).

К *долевым ценным бумагам* относятся акции, которые подразделяют на обыкновенные и привилегированные (префакции). Обыкновенная акция —

ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на получение части прибыли эмитента (в форме дивиденда), на участие в управлении делами эмитента и на часть его имущества, остающегося после его ликвидации (после удовлетворения претензий кредиторов). Возврата вложенных средств обыкновенная акция не гарантирует. Она не может быть предъявлена эмитенту в целях получения ранее вложенных средств (кроме случаев, предусмотренных Федеральным законом «Об акционерных обществах»). Если акционер не удовлетворен доходами, то он вправе продать акции по рыночной цене. Акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций. Акционеры, не полностью оплатившие акции, несут солидарную ответственность по обязательствам акционерного общества в пределах неоплаченной стоимости принадлежащих им акций. До оплаты 50% акций общества, распределенных среди его учредителей, общество не вправе совершать сделки, не связанные с учреждением общества.

Префакция — ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на гарантированное получение части чистой прибыли эмитента (в форме дивиденда). Размер дивиденда устанавливают при ее выпуске. Владельцы префакции имеют преимущественное право на получение части имущества эмитента в случае его ликвидации. Держатели обыкновенных акций несут более высокий риск, связанный с деятельностью эмитента, поэтому обладают правом голоса на общем собрании акционеров. Держатели префакции такого права не имеют. Номинальная стоимость размещенных префакции не должна превышать 25% уставного капитала акционерного общества. При учреждении общества все его акции должны быть размещены среди учредителей. Все акции общества являются именными.

К *долговым ценным бумагам* относятся все виды облигаций, поскольку они удостоверяют отношения займа. Облигации могут быть краткосрочными (со сроком погашения до одного года) и долгосрочными (со сроком погашения свыше одного года). По истечении определенного срока заемщик обязан вернуть кредитору обозначенную на облигации сумму.

Доход по облигациям может быть регулярным или разовым. В первом случае определенные проценты от номинальной стоимости облигации выплачивают регулярно в установленные сроки в течение всего периода

займа. Во втором случае разовый доход владелец облигации получает в момент погашения за счет разницы между покупной и номинальной стоимостью.

Облигации в РФ выпускают государство (федеральные и региональные облигации), коммерческие банки, а также акционерные общества (корпорации). Корпоративные облигации эмитируют под залог определенного имущества. Облигации, обеспеченные залогом, дают их владельцам дополнительную гарантию от потери средств, поскольку залоговая предоставляет право держателю такой ценной бумаги (кредитору) продать заложенное имущество, если заемщик неплатежеспособен. Существуют и беззалоговые облигации, которые являются обязательствами, основанными на доверии и кредитоспособности заемщика, но не обеспеченными имуществом. Выпускают такие облигации акционерные общества с устойчивым финансовым положением. К ним относятся крупные акционерные компании топливно-энергетического комплекса, связи, пищевой промышленности и других отраслей хозяйства. В российской практике облигации без обеспечения эмитируют не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

В решении о выпуске облигаций должны быть определены формы, сроки и иные условия их погашения. Номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не может превышать размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели выпуска облигаций. Размещение облигаций допускается обществом после полной оплаты уставного капитала. Корпоративные облигации обладают свойством обратимости (конвертируемости), т. е. могут обмениваться на обыкновенные акции того же эмитента. Большое значение для владельцев конвертируемых облигаций имеют конверсионный коэффициент (K_k) и конверсионная цена.

Пример. $K_k = 10 : 1$ означает, что при конверсии облигации можно приобрести 10 обыкновенных акций. На основании этого коэффициента вычисляют конверсионную цену путем деления номинала на K_k . Например, номинал облигации 300 руб. делят на конверсионный коэффициент (10) и получают конверсионную цену одной обыкновенной акции 30 руб.

Акционерное общество вправе предусмотреть возможность досрочного погашения облигаций по желанию их владельцев. В этих целях в решении об эмиссии облигаций должны быть зафиксированы стоимость погашения и срок, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению. Общество не может размещать облигации, конвертируемые в акции, если количество объявленных акций определенных категорий и типов меньше количества акций данных категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют такие ценные бумаги.

Большинство сделок с корпоративными облигациями осуществляют на первичном рынке, так как торговля ими ведется менее интенсивно, чем операции с акциями. Как правило, облигации, эмитируемые акционерными обществами, имеют рейтинг, который устанавливают независимые аналитические фирмы. Первичными покупателями корпоративных облигаций являются коммерческие банки, страховые компании, инвестиционные фонды и иные финансовые посредники.

Следует помнить, что средства, мобилизуемые корпорацией от выпуска облигаций, увеличивают ее долгосрочные пассивы, но не повышают уставный капитал.

Производные ценные бумаги

На фондовом рынке функционируют также производные ценные бумаги (опционы, варранты, фьючерсы и др.). Они удостоверяют право их владельца на покупку или продажу ценных бумаг в определенном количестве и по фиксированной цене в будущем. Характерные особенности опциона следующие.

1. Опцион — вид биржевой сделки, выраженной в форме биржевого контракта на покупку или продажу определенного вида ценных бумаг по фиксированной цене в пределах согласованного срока.
2. Опцион осуществляется по определенной в момент совершения сделки цене.
3. При получении права на опцион покупатель уплачивает продавцу премию в размере не ниже 35% суммы сделки.
4. Опцион на покупку (продажу) предоставляет только право, но не является обязательством купить (продать) ценные бумаги по фиксированной цене.
5. Объектом опциона является контракт, который включает вид ценных бумаг, их количество, цену, период реализации контракта, условия его выполнения.
6. В пределах установленного срока продажи покупатель опциона вправе продать его по текущей рыночной цене третьему лицу.

Особенности фьючерсных контрактов состоят в следующем.

1. Фьючерсной сделкой считается операция на срок с ценными бумагами одного вида (например, с акциями), гарантирующая их продажу (покупку) по истечении определенного срока по фиксированной цене.

2. Эта сделка осуществляется по установленной в момент ее заключения цене.

3. Объектом фьючерсной сделки служит биржевой контракт, который содержит вид, количество ценных бумаг, цену и условия его выполнения.

4. Любая из сторон имеет право (если иное не предусмотрено контрактом) с момента заключения сделки или определенного Расчетной палатой биржи срока (до наступления срока исполнения) реализовать на бирже по текущей рыночной цене свой контракт третьему лицу.

Каждая фьючерсная сделка регистрируется Расчетной палатой фондовой или валютной биржи. Порядок и условия таких сделок определяются Положением, утвержденным президентом (руководителем) биржи.

Следует подчеркнуть, что производные фондовые инструменты только подтверждают право на куплю-продажу ценных бумаг, но сами таковыми не являются.

Первичный и вторичный фондовые рынки

На первичном рынке продают эмиссионные ценные бумаги новых выпусков; на вторичном — осуществляют их перепродажу по рыночным ценам. Возможность перепродажи основана на том, что первоначальный инвестор свободен в своем праве владеть и распоряжаться ценными бумагами и может перепродавать их другому лицу. Субъектами первичного рынка являются эмитенты, финансовые посредники и инвесторы. Эмитенты стремятся получить дополнительные денежные средства от выпуска и размещения ценных бумаг и вложить вырученные средства в производство, недвижимость, высокодоходные ценные бумаги других эмитентов, валюту и др. Инвесторы хотят выгодно разместить свой капитал и получить по нему максимальный доход (в форме дивидендов и процентов) с минимальным уровнем риска. В роли финансовых посредников между эмитентами и инвесторами выступают брокерские и дилерские компании. Они являются, как правило, профессиональными участниками фондового рынка.

Выводы

1. Благодаря фондовому рынку осуществляется перелив капитала между предприятиями и отраслями хозяйства, обеспечивается финансирование приоритетных инвестиционных и инновационных программ (проектов).
2. С помощью фондового рынка инвесторы получают возможность участвовать в прибыли и имуществе эмитентов.
3. Рынок ценных бумаг позволяет цивилизованным способом покрывать бюджетный дефицит, ибо на таком рынке мобилизуются свободные денежные средства юридических лиц и граждан для покрытия растущих государственных расходов. В данном случае государство выступает в роли эмитента долговых обязательств (облигаций), а юридические и физические лица — в роли инвесторов.
4. При вложении денежных средств в ценные бумаги других эмитентов (включая облигации государственных займов) у предприятия-инвестора возникает проблема эффективного управления фондовым портфелем в целях повышения его ликвидности, доходности и безопасности вложенных в него денежных средств. Успешно решить ее можно с помощью диверсификации входящих в портфель ценных бумаг, хеджирования (проведения операций на срочном биржевом рынке), страхования и самострахования (создания резервов под обесценение вложений в ценные бумаги).
5. В условиях переходной экономики современной России фондовый рынок должен находиться под регулирующим воздействием государства. Одним из ключевых условий рациональной организации данного рынка является правовая защита интересов инвесторов, что повышает степень доверия последних к эмитентам ценных бумаг.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите отличительные признаки эмиссионных ценных бумаг.
2. Перечислите основные виды сделок, совершаемых с помощью эмиссионных ценных бумаг.
3. Приведите отличия документарных и бездокументарных ценных бумаг.
4. В какой форме осуществляется передача прав по ценным бумагам?
5. Приведите операции, совершаемые с простыми и переводными векселями.
6. Перечислите ценные бумаги, которые обращаются на денежном рынке.
7. Назовите виды ценных бумаг, являющихся предметом сделок на рынке капитала.
8. Какие виды бумаг относятся к производным фондовым инструментам?
9. Охарактеризуйте различия между первичным и вторичным фондовым рынком.

6.2. Учет операций с ценными бумагами

По новой методологии бухгалтерского учета, финансовые инвестиции (вложения) учитывают в составе оборотных активов на счете «Финансовые вложения». Данный счет предназначен для обобщения информации о наличии и движении инвестиций предприятия (корпорации) в государственные ценные бумаги, акции, облигации и иные финансовые инструменты сторонних эмитентов, уставные (складочные) капиталы, а также предоставленные другим организациям займы. К счету «Финансовые вложения» могут быть открыты субсчета:

- паи и акции;
- долговые ценные бумаги;
- предоставленные займы;
- вклады по договору простого товарищества.

Аналитический учет по счету «Финансовые вложения» осуществляют по видам финансовых вложений и объектам, в которые направлены эти вложения (организациям-продавцам ценных бумаг; организациям-заемщикам и т. д.). Построение аналитического учета должно обеспечивать возможность получения информации о краткосрочных и долгосрочных финансовых инструментах. При этом учет финансовых вложений в рамках группы взаимосвязанных организаций, о деятельности которой составляют сводную бухгалтерскую отчетность, ведут на счете «Финансовые вложения» обособленно.

Новым в разделе «Денежные средства» плана счетов бухгалтерского учета является счет «Резервы под обесценение вложений в ценные бумаги». Появление этого счета вызвано правом предприятия (корпорации) в конце отчетного года отражать в бухгалтерской отчетности его вложения в акции других эмитентов, которые котируются на фондовой бирже (котировка их регулярно публикуется в печати) по текущей рыночной стоимости, если она ниже стоимости указанных вложений, принятой к бухгалтерскому учету. На полученную разность формируют резервы под обесценение вложений в ценные бумаги за счет внереализационных доходов. Ранее указанный резерв учитывали на счете «Оценочные резервы».

Следует отметить, что по экономической природе и назначению в коммерческой деятельности предприятий (корпораций) долгосрочные финансовые вложения больше относятся к внеоборотным активам, а краткосрочные финансовые вложения — к оборотным активам.

Задолженность по полученным займам показывают с учетом причитающихся на конец отчетного периода к уплате процентов согласно условиям договоров. Проценты, дисконт по причитающимся к оплате

векселям, облигациям и другим выданным заемным обязательствам заемщик учитывает в следующем порядке.

1. По выданным векселям — векселедатель отражает сумму, показанную в векселе (вексельную сумму) как кредиторскую, задолженность. В случаях начисления процентов на вексельную сумму задолженность по векселям отражают у векселедателя с учетом причитающихся на конец отчетного периода (в соответствии с условиями выдачи векселей) процентов к оплате. При выдаче векселя для получения займа в товарной форме сумма причитающихся векселедержателю к оплате процентов или дисконта отражается у векселедателя в составе операционных расходов. Для равномерного (ежемесячного) включения сумм причитающихся процентов или дисконта в качестве дохода по выданным векселям векселедатель вправе учесть их как расходы будущих периодов.

2. По размещенным облигациям — эмитент отражает номинальную стоимость выпущенных и проданных облигаций как кредиторскую задолженность. При начислении дохода по облигациям в форме процентов эмитент показывает кредиторскую задолженность по реализованным облигациям с учетом причитающегося к оплате на конец отчетного периода процента по ним.

Начисление причитающегося дохода в форме процентов или дисконта по размещенным облигациям эмитент отражает в составе операционных расходов в тех отчетных периодах, к которым они относятся. Для равномерного (ежемесячного) включения сумм причитающегося к уплате кредитору дохода по проданным облигациям эмитент может учесть указанные суммы как расходы будущих периодов.

Краткосрочные займы, привлеченные путем выпуска и размещения облигаций, учитывают обособленно на счете «Краткосрочные кредиты и займы». Если облигации размещают по цене, превышающей их номинальную стоимость, то делают запись по дебету счета «Расчетные счета» и др. в корреспонденции со счетами «Расчеты по краткосрочным кредитам и займам» (по номинальной стоимости облигаций) и «Доходы будущих периодов» (на сумму превышения цены размещения облигаций над их номинальной стоимостью). Суммы, отнесенные на счет «Доходы будущих периодов», списывают равномерно в течение срока обращения облигаций на счет «Прочие доходы и расходы». Если облигации размещают по цене ниже номинальной стоимости, то разницу между ценой размещения и номинальной стоимостью доначисляют равномерно в течение срока их

обращения с кредита счета «Расчеты по краткосрочным кредитам и займам» в дебет счета «Прочие доходы и расходы».

Долгосрочные займы, размещенные путем выпуска и размещения облигаций, учитывают обособленно на счете «Долгосрочные кредиты и займы». Если облигации размещают по цене, превышающей их номинальную стоимость, то делают записи по дебету счета «Расчетные счета» и др. в корреспонденции со счетами «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» (по номинальной стоимости облигаций) и «Доходы будущих периодов» (на сумму превышения цены размещения облигаций над их номинальной стоимостью). Сумма, отнесенная на счет «Доходы будущих периодов», списывается равномерно в течение срока обращения облигаций на счет «Прочие доходы и расходы». Если облигации размещают по цене ниже их номинальной стоимости, то разницу между ценой размещения и их номинальной стоимостью доначисляют равномерно в течение всего срока обращения с кредита счета «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» в дебет счета «Прочие доходы и расходы».

Уставный капитал акционерного общества состоит из номинальной стоимости акций, приобретенных акционерами, которые отражают на одноименном счете «Уставный капитал». Сальдо по кредиту этого счета соответствует размеру уставного капитала, зафиксированного в учредительных документах общества. Уставный капитал определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов (юридических и физических лиц). Записи по счету «Уставный капитал» производят при формировании этого капитала, а также в случае увеличения или уменьшения его размера только после внесения соответствующих изменений в учредительные документы общества. После государственной регистрации общества его уставный капитал в сумме денежных вкладов учредителей (участников), предусмотренных учредительными документами, показывают по кредиту счета «Уставный капитал» в корреспонденции со счетом «Расчеты с учредителями». Фактическое поступление вкладов учредителей проводят по кредиту счета «Расчеты с учредителями» в корреспонденции со счетами по учету денежных средств. Следует иметь в виду, что при создании акционерного общества по дебету счета «Расчеты с учредителями» в корреспонденции с кредитом счета «Уставный капитал» учитывают сумму задолженности по оплате акций. Если акции общества реализуют по цене, превышающей их номинальную стоимость, то возникающую разницу между продажной и номинальной стоимостью отражают в кредите счета «Добавочный капитал».

Для обобщения информации о наличии и движении собственных акций, выкупленных обществом у акционеров для их последующей перепродажи или аннулирования, предназначен счет «Собственные акции (доли)». При выкупе акционерным обществом у их владельца принадлежащих ему акций на сумму фактических затрат делают запись по дебету счета «Собственные акции (доли)» и кредиту счетов по учету денежных средств. Аннулирование выкупленных обществом собственных акций проводят по кредиту счета «Собственные акции (доли)» и дебету счета «Уставный капитал» после выполнения всех предусмотренных законодательством процедур. Возникающая на счете «Собственные акции (доли)» разница между фактическими затратами на выкуп акций и их номинальной стоимостью показывается на счете «Прочие доходы и расходы».

В налоговом учете доходом по операциям с ценными бумагами признают выручку от продажи этих бумаг в соответствии с условиями договора реализации. Расходы налогоплательщика, связанные с приобретением и продажей ценных бумаг, включая их стоимость, относятся непосредственно к прямым расходам на производство и реализацию продукции. Датой признания доходов и расходов по операциям с ценными бумагами признают дату их реализации. При реализации ценных бумаг на расходы от производства и реализации списывают цену приобретения проданных ценных бумаг в порядке, установленном налогоплательщиком, исходя из принятого метода учета ценных бумаг (ФИФО, ЛИФО). Если в цену реализации государственных и муниципальных ценных бумаг, которые обращаются на организованном рынке, включается часть накопленного купонного дохода, то сумма дохода и расхода по таким бумагам определяется без накопленного купонного дохода. Доход (убыток) от реализации финансовых инструментов на организованном и неорганизованном фондовом рынке учитывают отдельно.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите порядок учета ценных бумаг на счете «Финансовые вложения».
2. Приведите порядок учета облигационных займов.
3. Раскройте порядок учета акций акционерного общества.

6.3. Налогообложение операций с ценными бумагами

Важное место в системе государственного регулирования экономики занимает правовое регулирование фондового рынка. За последние годы издано немало нормативных актов, регулирующих деятельность участников рынка ценных бумаг. Среди них определяющую роль играют федеральные законы «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г, «Об акционерных

обществах» от 26.12.1995 г. (Вторая редакция от 07.08.2001 г.), «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999 г. и др.

Указанные законодательные акты регламентируют деятельность всех участников рынка ценных бумаг — эмитентов, инвесторов и финансовых посредников. Меры воздействия государства на операции, совершаемые на данном рынке, можно классифицировать на две категории.

1. Прямое вмешательство. Сюда относится весь комплекс законотворческой деятельности органов представительной и исполнительной власти РФ по данному вопросу.

2. Рычаги косвенного воздействия:

- контроль над денежной массой, находящейся в обращении, и объемом кредитных ресурсов с помощью влияния на учетную ставку банковского процента и нормативы обязательного резервирования коммерческих банков в Центральном банке России;
- гарантии Правительства РФ по депозитам, кредитам и займам частному сектору экономики;
- внешнеэкономическая политика, т. е. развитие и свертыwanie политических и экономических контактов с отдельными странами и международными финансово-кредитными организациями;
- выход государства на фондовый рынок, который был ограничен с 17.08.1998 г. после системного развития финансового кризиса в стране, вызванного чрезмерными заимствованиями на внутреннем и внешнем финансовых рынках;
- налоговая политика, относящаяся к налогообложению операций с ценными бумагами.

Согласно Налоговому кодексу РФ налоги взимаются со всех видов деятельности на фондовом рынке: брокерской, дилерской, доверительной, депозитарной и биржевой. К ценным бумагам, операции по которым облагаются налогами, относятся акции, облигации, переводные векселя, депозитные сертификаты и производные фондовые инструменты (опционные, фьючерсные и форвардные контракты).

Операции предприятий и коммерческих организаций, а также профессиональных участников (инвестиционных компаний и фондов) с ценными бумагами облагаются следующими налогами:

- налогом на прибыль (доход);
- налогом на операции с ценными бумагами;
- налогом на добавленную стоимость;

другими налогами (лицензионный сбор с профессиональных участников фондового рынка).³⁸ Порядок уплаты налога на прибыль регламентирован главой 25 части второй Налогового кодекса РФ.

Доходы налогоплательщика от операций по реализации или иного выбытия ценных бумаг (в том числе погашения) устанавливают исходя из цены реализации (или иного выбытия ценной бумаги), а также суммы накопленного процентного (купонного) дохода, уплаченной покупателем налогоплательщику, и суммы процентного (купонного) дохода, выплаченной ему эмитентом. Чтобы избежать двойного изъятия, в доход налогоплательщика от реализации или иного выбытия ценных бумаг не входят суммы процентного (купонного) дохода, учтенные ранее при налогообложении.

Расходы при реализации (или ином выбытии) ценных бумаг определяют исходя из цены приобретения финансового инструмента, затрат на реализацию, суммы накопленного процентного (купонного) дохода, уплаченной налогоплательщиком продавцу ценной бумаги. В расход не входят суммы накопленного процентного (купонного) дохода, ранее учтенные при налогообложении.

В целях налогообложения эмиссионные ценные бумаги признают обращающимися на организованном фондовом рынке только при одновременном соблюдении следующих условий:

- если они приняты к обращению хотя бы одним организатором торговли, имеющим на это право в соответствии с отечественным законодательством;
- если информация об их ценах (котировках) опубликована в средствах массовой информации (в том числе электронных) либо может быть предоставлена организатором торговли любому заинтересованному лицу в течение трех лет после даты совершения операций с ценными бумагами;
- если по ним рассчитывают рыночные цены, когда это предусмотрено соответствующим национальным законодательством.

Под рыночной котировкой ценной бумаги понимают средневзвешенную цену финансового инструмента по сделкам, совершенным в течение торгового дня через организатора торговли. Если организатор торговли не определяет средневзвешенную цену, то за ее величину принимают половину

³⁸ Налоговым кодексом РФ предусмотрено введение федерального налога «Налог на доходы от капитала». Он вступит в силу после принятия и опубликования соответствующей главы.

суммы максимальной и минимальной цен сделок, совершенных в течение торгового дня.

Под накопленным процентным (купонным) доходом понимают часть такого дохода, выплата которого предусмотрена условиями выпуска данной ценной бумаги. Она рассчитывается пропорционально количеству дней, прошедших от даты выпуска ценной бумаги или даты выплаты предшествующего купонного дохода до даты совершения сделки (даты передачи финансового инструмента). В отношении ценных бумаг, которые обращаются на организованном фондовом рынке, для целей налогообложения принимают фактическую цену реализации или иного выбытия финансовых инструментов, если данная цена находится в интервале между максимальной и минимальной ценами сделок, со ссылкой на эту бумагу, зарегистрированную организатором торговли на дату совершения сделки. Если по одной и той же ценной бумаге сделки на указанную дату производились через двух и более организаторов торговли, то налогоплательщик может самостоятельно выбрать одного из них, значения интервала цен которого будут использованы для целей налогообложения. При отсутствии информации об интервале у организатора торговли на дату проведения сделки налогоплательщик, вправе выбрать интервал цен при реализации ценных бумаг по данным организатора торговли на дату ближайших торгов, которые состоялись со дня совершения данной сделки, если торги по этим бумагам проводились хотя бы один раз в течение последних 12 месяцев.

В отношении ценных бумаг, которые не обращаются на организованном фондовом рынке, для целей налогообложения принимают фактическую цену реализации или иного выбытия финансовых инструментов при соблюдении хотя бы одного из следующих условий:

- если фактическая цена соответствующей сделки находится в интервале цен по аналогичной ценной бумаге, зарегистрированной организатором торговли на фондовом рынке на дату совершения сделки или на дату ближайших торгов, которые состоялись до дня проведения соответствующей сделки, если торги по этим финансовым инструментам осуществлялись организатором торговли хотя бы один раз в ближайшие 12 месяцев;
- если отклонение фактической цены соответствующей сделки находится в пределах 20% в сторону повышения или понижения от средневзвешенной цены аналогичной ценной бумаги, рассчитанной организатором торговли в соответствии с установленными им правилами торгов, на дату заключения

такой сделки или на дату ближайших торгов, которые проводились до дня совершения данной сделки, если торги по этим финансовым инструментам проводились у организатора торговли хотя бы один раз в течение последних 12 месяцев.

При отсутствии информации о результатах торгов по аналогичным ценным бумагам фактическую цену сделки для целей налогообложения принимают, если эта цена отличается не более чем на 20% от расчетной цены данной ценной бумаги, которая может быть установлена на дату заключения сделки с ценной бумагой с учетом реальных условий ее совершения. Для определения расчетной цены акции можно использовать стоимость чистых активов эмитента, приходящихся на соответствующую акцию, а для определения расчетной цены долговой ценной бумаги — рыночную цену ставки ссудного процента на соответствующий срок.

Налогоплательщик — акционер, реализующий акции, полученные им при увеличении уставного капитала акционерного общества, устанавливает доход в виде разницы между ценой продажи и первоначально оплаченной стоимостью акции, скорректированной с учетом изменения количества акций в связи с повышением уставного капитала. Налоговая база по операциям с ценными бумагами устанавливается налогоплательщиком отдельно от других видов деятельности. Налогоплательщики (за исключением профессиональных участников фондового рынка) рассчитывают налоговую базу по операциям с ценными бумагами, обращающимися на организованном фондовом рынке, отдельно от налоговой базы по операциям с ценными бумагами, которые не обращаются на организованном фондовом рынке.

При продаже или ином выбытии ценных бумаг налогоплательщик самостоятельно (в соответствии с принятой учетной политикой) выбирает один из следующих методов списания на расходы стоимости выбывших ценных бумаг:

- по себестоимости первых по времени приобретений (ФИФО);
- по себестоимости последних по времени приобретений (ЛИФО).

Налогоплательщики, получившие убыток от операций с финансовыми инструментами в предыдущем налоговом периоде, могут понижать налоговую базу, полученную по операциям с этими финансовыми инструментами в отчетном (налоговом) периоде, т. е. перенести указанный убыток на будущий период. Перенос убытков, полученных от операций с ценными бумагами на организованном и неорганизованном фондовом рынке, осуществляют отдельно в пределах доходов, полученных от операций с финансовыми инструментами. Доходы, полученные на организованном фондовом рынке, не могут быть понижены на убытки от операций с ценными

бумагами, которые обращаются на неорганизованном рынке. Налогоплательщик вправе осуществлять перенос убытка на будущее в течение десяти лет, следующих за тем налоговым периодом, в котором получен данный убыток.

Налоговым кодексом РФ установлены особенности налогообложения срочных сделок. Под финансовыми инструментами этих сделок (с отсрочкой исполнения) понимают соглашения участников срочных сделок, которые определяют их права и обязанности в отношении базисного актива (форвардные, опционные и фьючерсные контракты). Под базисным активом финансовых инструментов срочных сделок понимают предмет срочной сделки, включая ценные бумаги, иностранную валюту и иное имущество. Исполнение прав и обязанностей по операции с финансовым инструментом срочных сделок осуществляют посредством:

- поставки базисного актива;
- проведения окончательного взаиморасчета по финансовому инструменту;
- совершения участниками операции, противоположной ранее проведенной операции с финансовым активом (продажа или покупка базисного актива).

Налогоплательщик самостоятельно квалифицирует сделку, признавая ее операцией с финансовым инструментом срочных сделок либо сделкой на поставку финансового актива с отсрочкой исполнения. Датой окончания операции с финансовым инструментом срочных сделок является дата исполнения прав и обязанностей по операции с финансовым активом. Участники срочных сделок получают (уплачивают) рассчитываемую организатором торгов вариационную маржу. Если налогоплательщик получает данную маржу, то ее сумма признается доходом от операций с финансовыми инструментами срочных сделок. Наоборот, если налогоплательщик уплачивает эту маржу, то она признается его расходом. Для компенсации возможных убытков, возникающих в результате неблагоприятного изменения цены финансового актива на срочном рынке, его участники осуществляют операции хеджирования. К объектам хеджирования относят финансовые активы, обязательства, а также денежные потоки, связанные с операциями на срочном рынке. Для подтверждения обоснованности отнесения операций с финансовыми активами к сделкам хеджирования налогоплательщик представляет расчет, который подтверждает, что совершение данных операций приводит к снижению возможных убытков (недополучения прибыли) по сделкам с объектом хеджирования.

Налоговая база по операциям срочных сделок, которые совершаются на организованном рынке ценных бумаг, устанавливается как разница между суммой доходов по указанным сделкам со всеми базисными активами и суммой расходов по всем базисным активам за отчетный (налоговый) период. Отрицательную разницу признают убытком от данных операций, которые понижают налогооблагаемую базу.

Налоговая база по операциям с финансовыми активами срочных сделок, которые не обращаются на организованном рынке, определяется как разница между доходами по указанным операциям со всеми базисными активами и расходами по всем базисным активам за отчетный (налоговый) период. Отрицательную разницу признают убытком от таких операций. Данный убыток не понижает налоговую базу. Он может быть отнесен на уменьшение налоговой базы, которая образуется по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок, в последующие налоговые периоды. По условиям оформления операций хеджирования доходы по таким операциям увеличивают, а расходы понижают налоговую базу по другим операциям с объектом хеджирования.

К налогооблагаемой базе применяют налоговую ставку в размере 24%. При этом:

- сумма налога, исчисленная по налоговой ставке в размере 7,5%, зачисляется в федеральный бюджет;
- сумма налога, исчисленная по налоговой ставке в размере 14,5%, зачисляется в бюджеты субъектов РФ;
- сумма налога, исчисленная по налоговой ставке в размере 2%, зачисляется в местные бюджеты.

Законодательные (представительные) органы субъектов РФ вправе снижать для отдельных категорий налогоплательщиков налоговую ставку в части суммы налога, зачисляемой в бюджеты субъектов РФ. При этом указанная ставка не может быть ниже 10,5%.

К налоговой базе, определяемой по доходам, полученным в виде дивидендов, применяют следующие ставки:

- по доходам, полученным от российских организаций отечественными юридическими и физическими лицами (налоговыми резидентами РФ), — 6%;
- по доходам, полученным от российских организаций иностранными юридическими лицами, а также по доходам, полученным российскими организациями от иностранных юридических лиц, — 15%.

К налоговой базе, определяемой по операциям с отдельными видами долговых обязательств, применяют следующие налоговые ставки:

- по доходу в форме процентов по государственным и муниципальным облигациям — 15%;
- по доходу в форме процентов по государственным и муниципальным облигациям, эмитированным до 20.01.1997 г. включительно — 0%;
- по доходу в форме процентов по облигациям государственного облигационного займа 1999 г., эмитированным при осуществлении новации облигаций внутреннего государственного валютного займа (серии III), выпущенным для обеспечения условий, необходимых для урегулирования внутреннего валютного долга бывшего СССР, внутреннего и внешнего долга РФ — 0%.

Налог на операции с ценными бумагами взимают в соответствии с Законом РФ «О налоге на операции с ценными бумагами» от 18.10.1995 г. № 158-ФЗ. Плательщиками данного налога являются юридические лица — эмитенты ценных бумаг. Объектом налогообложения является номинальная сумма выпуска ценных бумаг, заявленная эмитентом. Данным налогом не облагаются:

- номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерных обществ, осуществляющих первичную эмиссию ценных бумаг;
- номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерных обществ, осуществляющих увеличение уставного капитала на величину переоценки основных фондов, производимой по решению Правительства РФ, и др.

Налог на операции с ценными бумагами взимают в размере 0,8% номинальной суммы выпуска. При отказе в регистрации эмиссии налог не возвращается. Плательщик исчисляет сумму налога, исходя из номинальной суммы выпуска и налоговой ставки. Сумму налога плательщик уплачивает одновременно с представлением документов на регистрацию эмиссии, и она подлежит перечислению в федеральный бюджет. Налогом на добавленную стоимость облагают операции по изготовлению и хранению бланков ценных бумаг. Ввозимые на территорию России ценные бумаги освобождаются от обложения этим налогом. Кроме того, от НДС освобождены обороты по операциям, связанным с куплей-продажей, меной и дарением ценных бумаг.

Вопросы для самоконтроля

1. Какими видами налогов облагаются операции с ценными бумагами?
2. В каком порядке взимается налог на прибыль (доход) по операциям с ценными бумагами?
3. Приведите порядок налогообложения доходов юридических лиц, полученных в форме дивидендов.

6.4. Выпуск и обращение эмиссионных ценных бумаг

В практике США, где функционирует наиболее развитый фондовый рынок, процесс эмиссии акций осуществляют в следующем порядке. До начала обращения на рынке акции должны быть размещены среди частных инвесторов. Корпорация, осуществляющая первичное размещение, должна соответствовать ряду требований, установленных федеральным законодательством. Контроль за их соблюдением осуществляет Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам (SEC). Инвесторам должна быть предоставлена на бумажных носителях вся необходимая информация в форме проспекта эмиссии и заявления о его регистрации. Публично размещаемые корпоративные ценные бумаги (акции и облигации) можно непосредственно продать частным инвесторам с помощью андеррайтеров. Это называют прямой продажей.

Андеррайтер — фирма, действующая как посредник между компанией, реализующей ценные бумаги (эмитентом), и инвестором. Синдикат — группа андеррайтеров, созданная для диверсификации риска при реализации эмиссии ценных бумаг. Альтернативой публичного размещения акций может быть их распределение среди существующих акционеров (подписка на акции).

В США действует определенная процедура эмиссии новых ценных бумаг, которая включает ряд этапов.

1. Получение одобрения совета директоров корпорации. В некоторых случаях эта процедура требует согласия акционеров, если необходимо зарегистрировать увеличение акционерного капитала.

2. Корпорация подготавливает и представляет свидетельство о регистрации эмиссии в SEC.

3. SEC рассматривает заявление о регистрации эмиссии в течение определенного времени. В течение этого времени корпорация вправе распространить среди инвесторов предварительную версию проспекта эмиссии.

4. Корпорация не может продавать свои ценные бумаги в течение двадцатидневного периода регистрации.

5. После вступления в силу регистрации эмиссии и определения стоимости (цены) новой эмиссии корпорация получает право на размещение ценных бумаг среди инвесторов. При их реализации вместе с бумагами инвестору направляется окончательная версия проспекта эмиссии.

Размещение ценных бумаг с оплатой по факту сделки предполагает участие в этом процессе андеррайтеров (посредников). Они оказывают корпорации-эмитенту следующие услуги:

- выбирают способ эмиссии ценных бумаг;

- устанавливают цены на новые ценные бумаги;
- реализуют эти новые бумаги непосредственным покупателям.

Поскольку локальные действия каждого андеррайтера сопряжены со значительным финансовым риском, может быть образована группа андеррайтеров (синдикат). Создание синдиката позволяет диверсифицировать риски и облегчить процесс реализации ценных бумаг. Методы эмиссии корпоративных ценных бумаг в США представлены в табл. 6.1.

Разница в цене, по которой андеррайтер выкупает ценные бумаги у компании-эмитента, и ценой размещения называется спрэдом или дисконтом.

Таблица 6.1. Методы выпуска корпоративных ценных бумаг в США³⁹

Метод	Тип выпуска	Интерпретация типа выпуска
1	2	3
Публичная эмиссия. Традиционная продажа за наличные денежные средства	Фирменное обязательство	Корпорация-эмитент заключает с инвестиционным банком соглашение об андеррайтинге и размещении новых акций. Определенное количество акций покупают андеррайтеры, которые затем продают их по более высокой цене
	Размещение по принципу наилучших из возможных условий	Корпорация продает банкам максимально возможное количество акций по согласованной цене. При этом отсутствует гарантия того, сколько будет выручено денег
Привилегированная подписка	Прямой выпуск ваучеров	Корпорация предлагает новые ценные бумаги непосредственно существующим акционерам
	Ожидающее предложение ваучеров	Аналогично прямому выпуску ваучеров осуществляют договоренность с существующими акционерами о привилегированной подписке. Андеррайтеры гарантируют получение дивидендного дохода
Нетрадиционное размещение	Полочное предложение	Корпорации, имеющие на это право, могут объявить о всех эмиссиях акций, которые они намерены осуществлять в течение двух лет, и продавать их, когда необходимо
	Конкурентное предложение	Корпорация по контракту андеррайтинга может предпочесть публичный аукцион вместо реализации по договоренности
Частное размещение	Непосредственное размещение	Ценные бумаги продаются непосредственно покупателем, которые, по последним данным, не могут перепродавать их по меньшей мере в течение двух лет

³⁹ Источник данных: Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. С. 395.

Эта разница в цене является основным вознаграждением, которое получает андеррайтер за свои услуги. Компания может предложить свои ценные бумаги андеррайтеру, который предлагает за них наиболее высокую цену (принцип конкуренции), или же провести переговоры с конкретным посредником (договорной принцип). Конечно, конкурентный андеррайтинг, как правило, дешевле, чем договорной. Однако на фондовом рынке США доминирующее положение занимает договорной андеррайтинг.

В России выпуск и обращение ценных бумаг регламентированы федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. В соответствии с этим законодательным актом эмиссионные ценные бумаги можно выпускать в следующих формах:

- именные ценные бумаги документарной формы выпуска;
- именные ценные бумаги бездокументарной формы выпуска;
- ценные бумаги на предъявителя документарной формы выпуска.

Выбранная эмитентом форма ценных бумаг находит отражение в его учредительных документах или решениях об их выпуске и проспекте эмиссии. Несоблюдение указанных требований служит основанием для отказа в регистрации выпуска ценных бумаг. При выпуске именных документарных финансовых инструментов владельцам может быть выдан один сертификат на все приобретенные ими ценные бумаги, который содержит сведения об их общем количестве, категории и номинальной стоимости. Один сертификат может удостоверять одну, несколько или все бумаги с одним государственным регистрационным номером. Общее количество финансовых инструментов, отраженных во всех выданных сертификатах, не может превышать количества ценных бумаг, зафиксированного в решении об их выпуске. Эмитент, принимая решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг в документарной форме, должен определить порядок хранения сертификатов. Они могут выдаваться на руки владельцам (без обязательного централизованного хранения) либо подлежат обязательному хранению в депозитариях (с обязательным централизованным хранением). Акции акционерных обществ, эмитированные в документарной и бездокументарной формах, не подлежат обязательному централизованному хранению. Сертификаты эмиссионных ценных бумаг без обязательного централизованного хранения могут храниться в депозитарии на основании отдельного договора между депонентом и депозитарием. Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя можно эмитировать только в документарной форме. Именные ценные бумаги выпускают в документарной и бездокументарной формах. Форму ценной бумаги определяет эмитент. Эти бумаги с одним государственным регистрационным номером выпускают по

единой форме. Ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами, принимают к первичному размещению или обращению на фондовом рынке РФ после регистрации проспекта эмиссии в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России). Ценные бумаги, выпущенные эмитентами, зарегистрированными в РФ, допускают к обращению за рубежом по решению ФКЦБ России.

Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг должно содержать исчерпывающую информацию об эмитенте и его финансовых инструментах:

- полное наименование эмитента и его юридический адрес;
- дату принятия решения о выпуске ценных бумаг;
- наименование уполномоченного органа эмитента, принявшего решение о выпуске;
- вид эмиссионных ценных бумаг;
- отметку о государственной регистрации и государственный регистрационный номер;
- права, закрепленные одной ценной бумагой;
- порядок размещения ценных бумаг;
- обязательство эмитента обеспечить права владельца, предусмотренные законодательством РФ;
- указание на количество ценных бумаг с данным регистрационным номером и их номинальная стоимость;
- указание формы ценных бумаг (документарная или бездокументарная, именная или на предъявителя);
- печать эмитента и подпись его руководителя;
- иные реквизиты, предусмотренные законодательством РФ для конкретного вида эмиссионных ценных бумаг.

При документарной форме выпуска эмитент дополнительно представляет описание (образец) сертификата. По каждому выпуску эмиссионных ценных бумаг следует зарегистрировать отдельное решение о нем. Решение о выпуске ценных бумаг составляют в двух или трех экземплярах, которые заверяет регистрирующий орган. Один экземпляр хранят в регистрирующем органе, второй — у эмитента, а третий передают на хранение регистратору.

Не допускается ограничение доступа владельца ценных бумаг к подлинникам зарегистрированного решения, хранящимся у эмитента или регистратора.

Эмиссионная ценная бумага закрепляет имущественные права в том объеме, в котором они зафиксированы в решении о выпуске финансовых инструментов. Сертификат эмиссионной ценной бумаги должен включать следующие обязательные реквизиты:

- полное наименование эмитента и его юридический адрес;
- вид ценных бумаг;
- государственный регистрационный номер ценных бумаг;
- порядок размещения эмиссионных ценных бумаг;
- обязательство эмитента обеспечить права инвестора;
- указание на количество ценных бумаг, удостоверенное данным сертификатом;
- ссылка на порядок хранения эмитированных ценных бумаг;
- печать эмитента, подписи его руководителей и лица, выдавшего сертификат;
- другие реквизиты, предусмотренные законодательством России для данного вида ценных бумаг (например, наименование их владельца).

Технология эмиссии ценных бумаг в России включает следующие обязательные этапы (шаги):

- принятие эмитентом решения о выпуске данного вида финансовых инструментов;
- регистрацию их выпуска;
- изготовление сертификатов — для документарной формы выпуска;
- размещение ценных бумаг среди потенциальных покупателей;
- регистрацию отчета об итогах выпуска ценных бумаг.

При выпуске ценных бумаг регистрацию проспекта эмиссии осуществляют в случае их размещения среди неограниченного круга владельцев или заранее известного круга лиц, число которых более пятисот, или, когда общий объем эмиссии превышает 50 тысяч минимальных месячных размеров оплаты труда.

При регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг процедуру выпуска дополняют следующими этапами:

- подготовкой проспекта эмиссии;
- регистрацией проспекта эмиссии;
- раскрытием всей информации, которая включена в данный проспект;
- предоставлением всей информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

Для регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг акционерное общество-эмитент представляет в регистрирующий орган следующие документы:

- заявление на регистрацию;
- решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- проспект эмиссии (если регистрация выпуска требует аналогичной

процедуры проспекта эмиссии);

- копии учредительных документов (для образования нового акционерного общества);
- документы, подтверждающие разрешение органа исполнительной власти на проведение выпуска ценных бумаг.

При регистрации выпуска ценных бумаг ему присваивают государственный регистрационный номер. Регистрирующий орган обязан зарегистрировать данный выпуск или принять обоснованное решение об отказе в регистрации не позднее месячного срока с даты получения указанных выше документов. Причиной для отказа в регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг могут быть:

- несоблюдение эмитентом законодательства РФ о ценных бумагах;
- несоответствие представленных документов и состава содержащихся в них сведений требованиям законодательства РФ;
- наличие в проспекте эмиссии или представленных в регистрирующий орган неправильных (недостоверных) сведений. Решение об отказе в регистрации выпуска и проспекта эмиссии ценных бумаг может быть обжаловано в судебных органах. Проспект эмиссии включает:

- сведения об эмитенте;
- информацию о финансовом положении эмитента;
- данные о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг. Информация об эмитенте должна содержать:

- полное наименование эмитента и его учредителей;
- юридический адрес эмитента;
- номер и дату свидетельства о государственной регистрации в качестве юридического лица;
- сведения о лицах, владеющих не менее чем 5% уставного капитала эмитента;
- структуру его руководящих органов, указанную в его учредительных документах;
- список всех юридических лиц, в которых эмитент обладает более чем 5% уставного капитала;
- перечень всех филиалов и представительств эмитента. Данные о финансовом положении эмитента должны включать:
- бухгалтерские балансы и отчеты о прибылях и убытках за последние три года либо за каждый завершающий финансовый год с момента создания эмитента, если этот срок менее трех лет;
- бухгалтерский баланс на конец последнего квартала перед принятием решения о выпуске ценных бумаг;

- сведения о формировании и использовании резервного капитала, о просроченной задолженности перед кредиторами и бюджетной системой на дату принятия решения о выпуске ценных бумаг;
- данные о составе и структуре уставного капитала;
- отчет о предыдущих выпусках эмиссионных ценных бумаг (объем выпуска, количество эмитированных бумаг, условия выплаты доходов и иные права владельцев).

Сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг включают информацию:

- о финансовых инструментах (форма и вид ценных бумаг с указанием способа их хранения и учета прав на эти бумаги), об общем объеме и количестве ценных бумаг в выпуске;
- об эмиссии ценных бумаг;
- о сроках начала и окончания размещения ценных бумаг;
- о ценах и порядке оплаты приобретаемых покупателями бумаг;
- о профессиональных участниках фондового рынка, которых предполагается привлечь к размещению выпуска финансовых инструментов на момент регистрации проспекта эмиссии;
- о получении доходов по эмиссионным ценным бумагам;
- о наименовании органа, который осуществил регистрацию выпуска ценных бумаг.

В случае публичной эмиссии ценных бумаг, которая требует регистрации проспекта эмиссии, эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте эмиссий. В этих целях он должен опубликовать уведомление о предстоящей эмиссии в периодическом печатном издании с тиражом не менее 50 тысяч экземпляров. Эмитент, а также профессиональные участники фондового рынка, осуществляющие размещение ценных бумаг, обязаны обеспечить потенциальным инвесторам возможность доступа к раскрываемой информации до приобретения ими этих бумаг.

В соответствии с Федеральным законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 03.03.1999 г. профессиональный участник, предлагающий инвестору услуги на фондовом рынке, обязан по его требованию предоставить следующую информацию:

- копию лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- копию документа о государственной регистрации профессионального участника в качестве юридического лица или индивидуального предпринимателя;

- сведения об органе, выдавшем лицензию на осуществление профессиональной деятельности на фондовом рынке;
- данные об уставном и резервном капитале и размере собственных средств профессионального участника.

Профессиональный участник при приобретении у него ценных бумаг инвестором либо при покупке им этих бумаг по поручению инвестора обязан по требованию последнего предоставить следующую информацию:

- данные о государственной регистрации выпуска этих финансовых инструментов и государственный регистрационный номер выпуска;
- сведения, содержащиеся в решении о выпуске ценных бумаг и проспекте их эмиссии;
- сведения о ценах и котировках этих ценных бумаг на организованном фондовом рынке в течение шести недель, предшествовавших дате предъявления инвестором требования о предоставлении информации, если эти бумаги включены в листинг организаторов торговли (либо об их делистинге у организатора торговли);
- данные о ценах, по которым эти бумаги покупались и продавались профессиональным участником в течение шести недель, предшествовавших дате предъявления инвестором требования о предоставлении сведений о ценах;
- сведения об оценке ценных бумаг рейтинговым агентством, признанным в порядке, установленном законодательством РФ, и др.

В ситуациях, когда хотя бы один выпуск эмиссионных ценных бумаг сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, эмитент обязан раскрыть информацию о своих ценных бумагах и финансово-хозяйственной деятельности в следующих формах:

- ежеквартальный отчет эмитента;
- сообщения о существенных фактах, характеризующих финансово-хозяйственную деятельность эмитента. Ежеквартальный отчет эмитента содержит следующие сведения:
 - данные о финансово-хозяйственной деятельности;
 - бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках на конец отчетного квартала;
 - причины, повлиявшие на увеличение чистой прибыли или убытков эмитента более чем на 20% в течение отчетного квартала по сравнению с предшествующим периодом;
 - данные о формировании и использовании резервного капитала и др.

Ежеквартальный отчет составляют по итогам каждого завершенного квартала не позднее 30 календарных дней после его окончания. Данный отчет утверждает уполномоченный орган эмитента.

Сообщениями о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, считаются сведения:

- об изменениях в списке лиц, входящих в органы управления эмитента;
- об изменениях в размере участия лиц, входящих в органы управления эмитента, в его уставном капитале, а также его дочерних и зависимых обществах и об участии этих лиц в капитале других хозяйственных обществ, если они владеют более чем 20% указанного капитала;
- об изменениях в списке владельцев (акционеров) эмитента, владеющих 20% и более его уставного капитала;
- об изменениях в списке юридических лиц, в которых данный эмитент владеет 20% и более уставного капитала;
- о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- о начисленных или выплаченных доходах по ценным бумагам эмитента;
- о погашении ценных бумаг;
- о приостановленных и несостоявшихся выпусках ценных бумаг;
- о появлении в списке эмитента лица, которому принадлежит более 25% его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида.

Сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, должны направляться им в порядке раскрытия информации в регистрируемый орган в течение пяти дней с момента возникновения данного факта.

Эмитент вправе начать размещение выпуска ценных бумаг только после его регистрации. Количество размещаемых ценных бумаг не может превышать их количества, указанного в учредительных документах и проспектах об их выпуске. Эмитент вправе разместить меньшее количество бумаг, чем указано в проспекте эмиссии. Фактическое количество размещенных ценных бумаг приводят в отчете об итогах выпуска, представленном на регистрацию. Долю неразмещенных ценных бумаг из числа, представленного в проспекте эмиссии, при которой эмиссию признают несостоявшейся, определяет ФКЦБ России.

Возврат средств инвесторов при несостоявшейся эмиссии осуществляется в порядке, установленном ФКЦБ России. Эмитент обязан завершить размещение выпускаемых им ценных бумаг по истечении одного года с даты начала эмиссии. Не допускается размещение ценных бумаг нового выпуска

ранее чем через две недели после обеспечения всем потенциальным инвесторам доступа к информации о выпуске, которая подлежит раскрытию.

При публичном размещении и обращении выпуска эмиссионных ценных бумаг запрещено обеспечивать преимущество при их приобретении одним потенциальным инвесторам перед другими. Исключениями из этого правила являются:

- эмиссия государственных ценных бумаг;
- осуществление эмитентом ограничений на приобретение ценных бумаг нерезидентами;
- предоставление акционерам акционерной компании преимущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в момент принятия решения об эмиссии.

Эмитент обязан представлять отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в регистрирующий орган не позднее 30 дней после их размещения. Данный отчет содержит следующую информацию:

- даты начала и окончания размещения ценных бумаг;
- фактическую цену размещенных ценных бумаг (по их видам);
- количество размещенных ценных бумаг;
- общий объем поступлений за размещенные финансовые инструменты;
- список владельцев, владеющих пакетом акций, размер которого определяет ФКЦБ России.

Регистрирующий орган рассматривает данный отчет эмитента в двухнедельный срок и при отсутствии нарушений, связанных с выпуском ценных бумаг, регистрирует его. Регистрирующий орган несет ответственность за полноту зарегистрированного им отчета.

Выпуск эмиссионных ценных бумаг может быть признан несостоявшимся при обнаружении регистрирующим органом нарушений эмитентом законодательства РФ. В случае признания выпуска ценных бумаг недействительным все бумаги данного выпуска возвращаются эмитенту. Денежные средства, необоснованно полученные эмитентом, должны быть возвращены владельцам. ФКЦБ России для возврата средств инвесторам вправе обратиться в суд. Все затраты, связанные с признанием выпуска

ценных бумаг недействительным и возвратом средств владельцам, несет эмитент.

Под обращением эмиссионных ценных бумаг понимают передачу прав на них от одного лица другому. Права владельцев этих бумаг документарной формы выпуска удостоверяются сертификатами (если они находятся у владельцев) либо сертификатами и записями по счету «депо» в депозитарии (если они переданы ему на хранение). Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги в бездокументарной форме удостоверяются в системе ведения реестра — записями на лицевых счетах у держателя реестра или записями по счету «депо» в депозитарии. Право на именную документарную ценную бумагу переходит к приобретателю:

- в случае учета прав приобретателя на ценные бумаги в системе ведения реестра с момента передачи ему сертификата ценной бумаги после внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя;
- при учете прав приобретателя на ценные бумаги в организации, осуществляющей депозитарную деятельность, с депонированием ценной бумаги у депозитария — с момента внесения приходной записи по счету «депо» приобретателя.

Право на именную бездокументарную ценную бумагу переходит к приобретателю:

- при учете прав на ценные бумаги в организации, осуществляющей депозитарную деятельность — с момента внесения приходной записи по счету «депо» приобретателя;
- в случае учета прав на ценные бумаги в системе ведения реестра — с момента внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя. Переход прав, закрепленных именной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг. Осуществление прав по предъявительским эмиссионным ценным бумагам производится по предъявлении их владельцем либо его доверенным лицом.

Осуществление прав по именным документарным ценным бумагам производится по предъявлении владельцем либо его доверенным лицом сертификатов этих бумаг эмитенту. В случае наличия сертификатов таких бумаг у владельцев необходимо совпадение наименования (имени) владельца в сертификате с наименованием (именем) владельца в реестре. В случае хранения сертификатов документарных эмиссионных ценных бумаг в

депозитариях права, закрепленные этими бумагами, осуществляются на основании предъявленных этим депозитариями сертификатов по поручению, предоставляемому депозитарными договорами владельцев, с приложением списка данных владельцев. Эмитент в этом случае обеспечивает реализацию прав по предъявительским ценным бумагам лицам, приведенным в этом списке. Осуществление прав по именным бездокументарным бумагам производится эмитентом в отношении лиц, указанных в системе ведения реестра. О совершенных сделках по приобретению иностранными владельцами ценных бумаг, эмитированных российскими акционерными обществами, партнеры по сделке обязаны уведомить ФКЦБ России. Аналогично о совершенных сделках по приобретению российскими инвесторами ценных бумаг, выпущенных иностранными эмитентами, сторонам по сделке также следует уведомить ФКЦБ России. Подлинность подписи физических лиц на документах о переходе прав на ценные бумаги и прав, закрепленных этими бумагами, может быть заверена нотариально или профессиональным участником фондового рынка.

Вопросы для самоконтроля

1. Приведите практику эмиссии ценных бумаг в развитых странах.
2. В какой форме можно выпускать эмиссионные ценные бумаги в России?
3. Приведите информацию, приводимую в решении о выпуске эмиссионных ценных бумаг.
4. Какие обязательные реквизиты содержит сертификат эмиссионной ценной бумаги?
5. Назовите основные этапы эмиссии ценных бумаг в России.
6. Какие документы представляет эмитент в регистрирующий орган для регистрации эмиссии ценных бумаг?
7. Приведите краткое содержание проспекта эмиссии.
8. Какую информацию содержит отчет об итогах эмиссии ценных бумаг?
9. Раскройте правовое содержание термина «обращение эмиссионных ценных бумаг».

6.5. Информационное обеспечение фондового рынка

Под раскрытием информации понимается обеспечение ее доступности заинтересованным в ней лицам (инвесторам) независимо от цели ее предоставления. Раскрытой информацией на рынке ценных бумаг признается

информация, в отношении которой осуществлены мероприятия по ее раскрытию (публикация ее в открытой печати, рекламе и т. д.).

Эмитент публично размещаемых ценных бумаг обязан раскрыть информацию о своих ценных бумагах и своей финансово-хозяйственной деятельности в следующих формах:

- составление ежеквартального отчета о ценных бумагах;
- сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих его финансово-хозяйственную деятельность.

Ежеквартальный отчет о ценных бумагах должен включать следующие сведения.

1. Данные об эмитенте, включая список лиц, входящих в органы управления эмитента, список владельцев (акционеров) эмитента, владеющих 20% и более его уставного капитала; список юридических лиц, у которых данный эмитент 20% и более уставного капитала; список филиалов и представительств эмитента; сведения о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ.

2. Данные о финансово-хозяйственной деятельности эмитента, включая бухгалтерские балансы, счета прибылей и убытков за последние три завершаемых финансовых года, а также на конец отчетного квартала; факты, повлекшие увеличение (уменьшение) стоимости активов эмитента более чем на 10%; факты, повлекшие увеличение чистой прибыли (убытков) эмитента более чем на 20% в течение отчетного квартала; данные о формировании и использовании резервного капитала; факты сделок эмитента, размер которых составляет 10% и более от активов по состоянию на дату сделки; сведения о направлениях инвестирования средств, привлеченных в результате выпуска ценных бумаг.

3. Данные о ценных бумагах эмитента, включая их виды, выпущенные в течение квартала; сведения о доходах по ценным бумагам, начисленных в отчетном квартале.

4. Прочую информацию (протоколы общих собраний владельцев ценных бумаг эмитента в отчетном квартале и др.).

Ежеквартальный отчет составляют по итогам каждого квартала не позднее 30 календарных дней после его окончания. Ежеквартальный отчет должен быть принят уполномоченным органом эмитента и направлен в ФКЦБ России, а также владельцам эмиссионных ценных бумаг по их требованию за плату, не превышающую накладные расходы по изготовлению брошюры.

Сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, включают:

- сведения о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- информацию о фактах, вызвавших значительное увеличение (понижение) стоимости активов эмитента более чем на 10%, о случаях разовых сделок, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10% и более от его активов на дату сделки;
- сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг, о начисленных или выплаченных доходах по ним;
- данные о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25% его эмиссионных ценных бумаг любого вида;
- информацию о датах закрытия реестра, о сроках исполнения обязательств эмитента перед акционерами, о решениях общих собраний, о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг.

Сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, должны быть направлены им в ФКЦБ России, а также публиковаться эмитентом не позднее пяти дней с момента осуществления этих событий в печатных средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства акционеров эмитента.

Владелец обязан раскрывать информацию о принадлежащих ему ценных бумагах любого эмитента в следующих случаях:

- владелец приобрел 20% и более пакета акций какого-либо эмитента;
- владелец увеличил свою долю владения любым видом эмиссионных ценных бумаг эмитента до уровня, кратного каждому пяти процентам свыше 20% этого вида ценных бумаг;
- владелец снизил свою долю владения любым видом эмиссионных ценных бумаг эмитента до уровня, кратного каждому пяти процентам свыше 20% этого вида ценных бумаг.

Владелец раскрывает указанную информацию не позднее пяти дней после соответствующих действий путем уведомления ФКЦБ России (или ее регионального органа).

Профессиональные участники фондового рынка обязаны раскрывать информацию о своих операциях с ценными бумагами в следующих случаях:

- он произвел в течение квартала операции с одним видом ценных бумаг одного эмитента, если количество бумаг по этим операциям составило не менее 100% от общего количества данных финансовых инструментов;

- профессиональный участник произвел разовую операцию с одним видом ценных бумаг одного эмитента, если количество бумаг по этой операции составило не менее 15% от общего количества финансовых инструментов.

Профессиональные участники фондового рынка раскрывают указанную информацию не позднее пяти дней после окончания соответствующего квартала или после завершения разовой операции путем уведомления ФКЦБ России (или ее регионального органа). Профессиональный участник фондового рынка при предложении или объявлении цен покупки или продажи эмиссионных ценных бумаг обязан раскрыть инвесторам имеющуюся у него общедоступную информацию, предоставленную эмитентом, или сообщить о факте ее отсутствия.

Порядок и процедуры раскрытия информации устанавливает ФКЦБ России.

На фондовом рынке — в соответствии с федеральным законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 03.03.1999 г. № 46-ФЗ — введены жесткие ограничения:

- запрещено рекламировать или предлагать неограниченному кругу лиц ценные бумаги эмитентов, не раскрывающих информацию в объеме и порядке, определенном законодательством РФ о ценных бумагах;
- условия заключаемых с инвесторами договоров, которые ограничивают их права, предусмотренные законодательством РФ о ценных бумагах, являются ничтожными.

Нарушение указанных положений профессиональными участниками является основанием для аннулирования или приостановления действия их лицензий на осуществление профессиональной деятельности на фондовом рынке или наложения штрафа.

Ограничения, связанные с эмиссией и обращением ценных бумаг, сводятся к следующему:

- запрещаются публичное размещение, реклама и предложение инвесторам ценных бумаг, выпуск которых не прошел государственную регистрацию, публичное размещение которых не предусмотрено законодательством РФ, а также документов, удостоверяющих денежные и иные обязательства, но не являющихся ценными бумагами;
- запрещено совершение владельцами ценных бумаг любых сделок с ними до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах выпуска;
- эмиссия облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг некоммерческими организациями возможна только в случаях, предусмотренных законодательными актами РФ при наличии обеспечения, определенного указанными нормативными актами;

- решение о размещении посредством закрытой подписки и ценных бумаг, конвертируемых в акции, принимается только общим собранием акционеров двумя третями голосов, если необходимость большего числа голосов для принятия такого решения не предусмотрена уставом акционерного общества. Акционерное общество по требованию акционеров, голосовавших против или не принимавших участия в голосовании при рассмотрении указанного вопроса, обязано выкупить у них акции в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах». Решение о размещении посредством открытой подписки акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, предусматривающее их оплату неденежными средствами, должно предусматривать возможность их оплаты по усмотрению инвесторов также и денежными средствами;
- лица, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, несут солидарную ответственность за ущерб, причиненный эмитентом инвестору вследствие недостоверной информации, содержащейся в проспекте эмиссии. Аналогичную ответственность несут независимый оценщик и аудитор, подписавшие проспект эмиссии ценных бумаг, содержащий недостоверную информацию. Инвестор вправе подать в суд иск о возмещении материального ущерба в течение одного года со дня обнаружения нарушения, но не позднее трех лет со дня начала размещения ценных бумаг.

Открытое акционерное общество (ОАО) обязано раскрывать следующую информацию:

- годовой отчет (годовую бухгалтерскую отчетность);
- проспект эмиссии акций общества в случаях, предусмотренных законодательными актами РФ;
- сообщение о проведении общего собрания акционеров;
- сведения об аффилированных лицах и др.

Лицо признается аффилированным, если оно контролирует другую организацию через участие в ее уставном капитале. Аффилированные лица общества обязаны в письменной форме уведомить его о принадлежащих им акциях с указанием их количества и категорий (типов) не позднее 10 дней с даты приобретения акций. Общество обязано вести учет его аффилированных лиц и представлять отчетность о них в соответствии с требованиями законодательства РФ.⁴⁰

⁴⁰ См. положение по бухгалтерскому учету «Информация об аффилированных лицах» (ПБУ 11/2000) от 30.03.2001 г. № 27н.

Акционерное общество обязано обеспечить акционерам доступ к документам, предусмотренным статьей 89 федерального закона «Об акционерных обществах». К документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа имеют право доступа акционеры, имеющие в совокупности не менее 25% голосующих акций. В случае использования в отношении ОАО специального права на участие государства в управлении данным обществом («золотая акция») такое общество предоставляет соответствующим органам государственной власти доступ ко всем своим документам. Указанные документы должны быть представлены обществом в течение семи дней со дня предъявления соответствующего требования для ознакомления в помещении исполнительного органа общества. Общество обязано по требованию лиц, имеющих право доступа к документам, предоставить им копии документов. Плата, взимаемая обществом за предоставление данных копий, не может превышать расходов на их изготовление.

Вопросы для самоконтроля

1. В какой форме эмитент раскрывает информацию о своих ценных бумагах?
2. Какая информация приводится эмитентом в сообщениях о существенных событиях и действиях, затрагивающих его финансово-хозяйственную деятельность?
3. Какую информацию обязаны раскрывать профессиональные участники фондового рынка?

6.6. Дивидендная политика акционерного общества

Дивидендная политика акционерного общества представляет собой важную часть финансовой политики, связанной с использованием его чистой прибыли. Общество решает, расходовать ли чистую прибыль на выплату дивидендов по акциям или на расширение производства и в какой пропорции осуществлять указанные выплаты. За обоснованность таких рекомендаций руководству общества ответственен финансовый директор. Акционерное общество вправе использовать чистую прибыль по двум направлениям:

1. Вложить часть чистой прибыли в производство или в ценные бумаги других эмитентов для увеличения собственного капитала и отдачи на вложенный капитал (в форме прибыли).
2. Выплатить часть чистой прибыли акционерам в форме дивидендов на принадлежащие им акции (не более 30-40% чистой прибыли).

Данные направления использования чистой прибыли свидетельствуют о тесной связи дивидендной политики с инвестиционной политикой акционерного общества. Важно правильно определить величину чистой

прибыли, что является гарантией самофинансирования любого предприятия. После определения объема чистой прибыли финансовый директор должен представить руководству акционерного общества рекомендации по более рациональному ее использованию, включая и выплату дивидендов. При определении дивидендной политики возникают две ключевые проблемы.

1. Выплата дивидендов должна обеспечить интересы собственников (акционеров) и создать предпосылки для роста курсовой стоимости акций. Поэтому при данном подходе максимизация дивидендных выплат является положительной тенденцией.
2. Однако максимизация выплаты дивидендов минимизирует долю чистой прибыли, направленной на развитие производства (реальные инвестиции и инновации).

При формировании дивидендной политики целесообразно учитывать классическую формулу:

$$K_a = H_{ca} \times \frac{D}{P}, \quad (6.1)$$

где K_a — рыночный курс акции, руб.; H_{ca} — номинальная стоимость ак-ции, руб.; D — норма дивиденда на акцию, %; P — ставка ссудного процента (например, по вкладам и депозитам в банках).

Экономическое содержание формулы (6.1) заключается в том, что курс акции прямо пропорционален норме дивиденда и обратно пропорционален ставке ссудного процента.

В табл. 6.2 приведены наиболее важные характеристики существующих моделей выплаты дивидендов. Принятие решения о выплате дивидендов и их размерах в значительной степени зависит от стадии жизненного цикла предприятия. Например, если его руководство намеревается осуществить инвестиционную программу реконструкции или расширения производства и для ее реализации привлекаются средства за счет дополнительной эмиссии акций, то такой эмиссии должен предшествовать длительный период выплаты устойчиво высоких дивидендов. Данная дивидендная политика приводит к существенному росту курсовой стоимости акций и к увеличению суммы привлеченных средств, полученной с фондового рынка от дополнительного их выпуска.

Порядок выплаты дивидендов в России регламентирован федеральным законом «Об акционерных обществах». Согласно этому Закону общество может один раз в год принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по размещенным акциям.

Таблица 6.2. Используемые модели выплаты дивидендов владельцам акций

Наименование модели	Ключевой принцип	Преимущества модели	Недостатки модели	Дополнительные пояснения
1	2	3	4	5
1. Модель постоянного процентного распределения прибыли	Соблюдение стабильности «дивидендного выхода». Общая величина чистой прибыли за минусом суммы дивидендов по префакциям = $= \text{const}$	Простота выплат	Снижение суммы дивиденда на одну обыкновенную акцию (при уменьшении чистой прибыли) приводит к падению курса этих акций	Модель применяют на практике, несмотря на возражения теоретиков
2. Модель фиксированных дивидендных выплат	Соблюдение постоянства дивидендов на акцию в течение длительного периода времени вне зависимости от динамики курса акций. Стабильность выплаты дивидендов	1. Простота 2. Сглаживание колебаний курса акций	При снижении чистой прибыли выплата фиксированных дивидендов подрывает ликвидность акционерного общества	
3. Модель выплаты гарантированного минимума и «экстрадивидендов»	1. Соблюдение регулярности выплаты дивидендов в фиксированной величине 2. При успешной работе выплачивают «экстрадивиденд» как премию в дополнение к фиксированной сумме дивиденда	Сглаживание колебаний курсовой цены акций	При слишком частой выплате «экстрадивидендов» они утрачивают свою стимулирующую роль	«Экстра дивиденды» не должны выплачиваться слишком часто
4. Модель выплаты дивидендов акциями	Вместо выплаты дивидендов денежными средствами акционеры получают дополнительные акции	1. Решение проблемы с ликвидностью при неустойчивом финансовом положении 2. Большая часть чистой прибыли на-	Многие акционеры предпочитают наличные денежные средства и начинают продавать свои акции	Дополнительные акции должны быть высоколиквидными, чтобы в любой момент их можно было

Продолжение табл. 6.2

Наименование модели	Ключевой принцип	Преимущества модели	Недостатки модели	Дополнительные пояснения
1	2	3	4	5
		правляется на развитие производства 3. Свобода маневра источниками средств		трансформировать в денежную наличность

Общество обязано выплатить владельцам объявленные по акциям каждой категории (типа) дивиденды деньгами' или иным имуществом. Дивиденды выплачивают из чистой прибыли, а по префакциям определенных типов — за счет специальных фондов акционерного общества. Решение о выплате годовых дивидендов, их размере и форме выплаты по акциям каждой категории (типа) принимает общее собрание акционеров. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества.

Срок выплаты годовых дивидендов определяется уставом или решением общего собрания акционеров о выплате годовых дивидендов. Однако срок их выплаты не должен превышать 60 дней со дня принятия решения о выплате годовых дивидендов. Список лиц, имеющих право на получение годовых дивидендов, составляют на дату составления списка лиц, которые имеют право участвовать в годовом общем собрании акционеров. Для составления списка лиц, имеющих право на получение годовых дивидендов, номинальный держатель акций представляет данные о лицах, в интересах которых он владеет акциями.

Общество не может принять решение (объявить) о выплате дивидендов по акциям:

1. До полной оплаты всего уставного капитала.
2. До выкупа всех акций, которые должны быть выкуплены обществом у акционеров по их письменному требованию.
3. Если на день принятия такого решения общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства), или если такие признаки появятся у него в результате выплаты дивидендов. К наиболее общим признакам несостоятельности (банкротства) относятся: превышение суммы

краткосрочных обязательств над оборотными активами; отрицательное сальдо общего денежного потока.

4. Если на день принятия решения о выплате дивидендов стоимость чистых активов станет ниже уставного и резервного капитала и превышения над номинальной стоимостью зафиксированной в уставе ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций.

Акционерное общество не может принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов (в том числе о выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным префакциям) по всем типам префакций, размер дивиденда по которым установлен в уставе общества. Общество не вправе принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по префакциям определенного типа, по которым его размер зафиксирован в уставе, если не принято решение о полной выплате дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным префакциям) по всем типам привилегированных акций, которые дают преимущество в очередности получения дивидендов перед префакциями данного типа.

Общество не может выплачивать объявленные дивиденды по акциям:

1. Если на день выплаты оно подпадает под признаки несостоятельности (банкротства), или если данные признаки проявятся у общества в результате выплаты дивидендов.

2. Если на день выплаты стоимость чистых активов общества ниже суммы его уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью установленной уставом ликвидационной стоимости размещенных префакций либо станет меньше указанной суммы в результате выплаты дивидендов. При ликвидации указанных негативных обстоятельств общество обязано выплатить акционерам объявленные дивиденды в полном объеме.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите действующий порядок использования чистой прибыли.
2. Приведите наиболее характерные методы выплаты дивидендов.
3. Укажите случаи, когда общество не может принять решение (объявить) о выплате дивидендов по акциям.

6.7. Оценка инвестиционной привлекательности эмиссионных ценных бумаг на фондовом рынке

Цель инвестирования в финансовые активы зависит от предпочтений каждого вкладчика. Классический вариант — вложение денежных средств в

ценные бумаги промышленных компаний (корпораций) для извлечения дополнительного дохода в форме дивидендов и процентов.

В условиях депрессивной экономики России и недостатка достоверной информации о деятельности отечественных акционерных обществ принятие правильного решения об инвестировании требует от вкладчика умения реально оценить качество обращающихся на фондовом рынке эмиссионных ценных бумаг. Основная задача рассматриваемой методики — оценить инвестиционную привлекательность акционерной промышленной компании (эмитента).

Под инвестиционной привлекательностью понимают наличие экономического эффекта (дохода, прибыли) от вложения денежных средств в эмиссионные ценные бумаги (акции) при минимальном уровне риска.

Методика основана на использовании детерминированного факторного анализа и предполагает расчет результативных показателей (коэффициентов), их группировку по экономическому содержанию, обоснование полученных значений и оценку текущего финансового состояния акционерного общества и перспектив его развития.

Итогом анализа является заключение о степени инвестиционной привлекательности акционерной компании.

Показатели инвестиционной привлекательности эмитента классифицируют по двум группам.

1. Акции предлагаются впервые (первичная эмиссия).

2. Акции продолжительное время обращаются на фондовом рынке. В первом случае оценку инвестиционной привлекательности акционерной компании (в промышленности, строительстве, связи, торговле и др.) инвесторы, кредиторы, рейтинговые фирмы и другие участники финансового рынка осуществляют с использованием традиционных показателей:

- оборачиваемости активов и собственного капитала;
- прибыльности активов и собственного капитала;
- финансовой устойчивости;
- ликвидности активов.

Методика расчета указанных показателей и их рекомендуемые значения представлены в табл. 6.3.

Таблица 6.3. Показатели, используемые для оценки эффективности использования активов и собственного капитала акционерного общества-эмитента

	Назначение	Расчетная формула	Рекомендуемое значение (коэффициент)
1	2	3	4
1. Коэффициент оборачиваемости	Характеризует, сколько оборотов расчетный период	Выручка от продажи товаров(нетто), деленная на среднюю стоимость активов за расчетный период	Показатель индивидуален для каждого предприятия
2. Коэффициент оборачиваемости капитала	Показывает, сколько оборотов совершил капитал за расчетный период (год, квартал)	Выручка от продажи товаров(нетто), деленная на среднюю стоимость собственного капитала за расчетный период	Показатель индивидуален для каждого предприятия
3. Продолжительность одного оборота	Длительность одного оборота активов за расчетный период (год,квартал)	Количество дней в расчетном периоде, деленное на коэффициент оборачиваемости активов	Показатель индивидуален для каждого предприятия
4. Продолжительность одного оборота собственного капитала	Длительность одного оборота собственного капитала за расчетный период (год, квартал)	Количество дней в расчетном периоде, деленное на коэффициент оборачиваемости собственного капитала	Показатель индивидуален для каждого предприятия
5. Коэффициент рентабельности активов	Показывает, сколько прибыли приходится на каждый рубль активов в расчетном периоде	Сумма бухгалтерской (чистой) прибыли, деленная на среднюю стоимость активов за расчетный период	Показатель индивидуален для каждого предприятия
6. Коэффициент рентабельности собственного капитала	Показывает, сколько прибыли приходится на каждый рубль собственного капитала в расчетном периоде	Сумма чистой прибыли, деленная на среднюю стоимость собственного капитала	Показатель индивидуален для каждого предприятия
7. Коэффициент финансовой независимости	Показывает долю собственного капитала в валюте бухгалтерского баланса	Капитал и резервы (собственный капитал), деленные на валюту баланса	Более чем 0,5 (или 50%)

Продолжение табл. 6.3

Показатель	Назначение	Расчетная формула 3	Рекомендуемое значение (коэффициент) 4
8.Свободные средства, находящиеся в обороте общества (чистый оборотный капитал)	Свидетельствует о превышении оборотных активов над краткосрочными обязательствами	Оборотные активы — краткосрочные обязательства	Не менее 10% от общего объема оборотных активов
9.Текущие финансовые потребности	Характеризуют потребности общества в краткосрочных кредитах и займах	Оборотные активы — денежные средства — кредиторская задолженность	Показатель индивидуален для каждого предприятия
10.Коэффициент маневренности	Показывает долю свободных денежных средств в собственном капитале предприятия	Чистый оборотный капитал, деленный на собственный капитал	0,30-0,40
11.Доля труднореализуемых оборотных активов в общей их величине	Отражает качество оборотных активов	(Залежалые материальные ценности + + труднореализуемая готовая продукция + + дебиторы со сроком свыше 12 месяцев), деленные на общий объем оборотных активов	Показатель индивидуален для каждого предприятия
12.Коэффициент задолженности	Характеризует соотношение между заемным и собственным капиталом	Заемный капитал, деленный на собственный капитал	0,67 (40% / 60%)
13. Коэффициент финансовой напряженности	Показывает долю заемных средств в валюте баланса	Заемный капитал, деленный на валюту баланса	Не более 0,5 (50%)
14. Коэффициент абсолютной ликвидности	Показывает, какая часть задолженности может быть погашена за счет наиболее ликвидных средств на последнюю отчетную дату	(Денежные средства + краткосрочные финансовые вложения), деленные на краткосрочные обязательства	0,15-0,2
15. Коэффициент текущей (уточненной) ликвидности	Показывает, какая часть краткосрочных обязательств может быть погашена за счет наиболее ликвидных средств и дебиторской задолженности	(Денежные средства + краткосрочные финансовые вложения + дебиторы), деленные на краткосрочные обязательства	0,5-0,8

Окончание табл. 6.3

Показатель	Назначение	Расчетная формула	значение (коэффициент)
1	2	3	4
16. Коэффициент общей ликвидности (покрытия)	Показывает, в какой части оборотные активы покрываются краткосрочными обязательствами	Оборотные активы, деленные на краткосрочные обязательства	1-2

Приведенные параметры анализируют за ряд периодов (кварталов, лет) и делают вывод об инвестиционной привлекательности акционерного общества-эмитента.

Во втором случае эту оценку дополняют анализом ряда новых показателей, среди которых наиболее важную роль играют следующие (табл. 6.4).

Известно, что акционерные общества могут привлекать капитал тремя основными способами:

- использовать внутренние финансовые источники (чистую прибыль и амортизационные отчисления);
- получать кредиты и займы в различных формах;
- дополнительно выпустить и разместить акции.

Для выбора наиболее эффективных форм привлечения капитала компанией-эмитентом и вложения свободных денежных средств в финансовые активы компанией-инвестором необходимо детально исследовать состояние экономики страны в целом и фондового рынка в частности. Одним из наиболее распространенных методов такого изучения является фундаментальный анализ рыночной конъюнктуры.

Полный фундаментальный анализ проводят на трех уровнях.

1. На макроуровне — осуществляют оценку состояния общей экономической ситуации в стране.

2. Исследование обстановки на фондовом рынке и его отдельных сегментах (на рынке государственных и корпоративных ценных бумаг, на биржевом и внебиржевом рынках и др.).

3. Изучение наиболее перспективных акционерных компаний (в отраслевом разрезе), в ценные бумаги которых можно вложить свободные денежные средства.

Такая последовательность фундаментального анализа помогает ответить на ключевой вопрос: какие ценные бумаги являются наиболее привлекательными (с точки зрения их доходности, ликвидности и безопасности), а какие из тех, что находятся в инвестиционном портфеле, можно продать.

Исследование общей экономической ситуации на макроуровне основано на рассмотрении параметров, характеризующих динамику валового внутреннего продукта (ВВП), промышленного производства, инвестиций в основной капитал, доли ВВП, направляемой на потребление и накопление, темпов инфляции, официального валютного курса, доходов и расходов федерального бюджета и т. д. При этом делаются прогнозы воздействия на положение дел в народном хозяйстве России (конкретным регионам) наиболее важных политических и социальных событий. Установление факторов, определяющих экономическую ситуацию в стране и непосредственно отражающихся на финансовом рынке, позволяет прояснить общие условия, на фоне которых придется проводить политику инвестирования и составлять прогнозы относительно ее изменения.

Общэкономическая ситуация характеризует состояние во всех отраслях хозяйства. Однако каждая отрасль имеет свои специфические особенности в организации производственно-коммерческого процесса и финансовой деятельности. Поэтому выводы, сделанные на макроуровне, нуждаются в конкретизации по отношению к каждой отрасли (сфере бизнеса). Даже если фундаментальный анализ экономической ситуации в целом показывает, что она очень неблагоприятна для инвестирования, это не означает, что нельзя найти отрасли (сферы бизнеса), где можно выгодно разместить свободные денежные средства. Наоборот, даже в период конъюнктурного подъема на рынке инвестиционных товаров далеко не все отрасли хозяйства (сферы бизнеса) могут принести ожидаемый доход (прибыль) на вложенный капитал. Поэтому на втором этапе фундаментального анализа очень важно сделать правильный выбор отраслей, наиболее выгодных для инвестирования. Для отраслевого этапа фундаментального анализа большое значение имеет наличие принимаемой большинством инвесторов ярко выраженной классификации отраслей (видов производства), выражающей их технологические особенности. В условиях современной России четкая градация отраслей хозяйства утратила свое прежнее значение. Поэтому перед любым инвестором всегда стоит проблема, с каким кругом предприятий, относящимся по своим технологическим особенностям к той или иной отрасли хозяйства (виду производства), целесообразно работать на фондовом рынке. К таким приоритетным предприятиям можно отнести акционерные общества топливно-энергетического комплекса, черной и цветной металлургии (производство алюминия), пищевой промышленности, связи и телекоммуникаций.

Финансовые аналитики крупных промышленных корпораций и рейтинговых компаний, осуществляющие фундаментальный анализ фондового рынка, должны глубоко разбираться в специфике производства, быть информированы о последних достижениях научно-технического прогресса и передовых технологиях с тем, чтобы детально ориентироваться в исследуемых ими предметных сферах.

После определения наиболее приемлемых отраслей для инвестирования в них денежных средств целесообразно отобрать круг конкретных акционерных компаний, чьи ценные бумаги в наибольшей степени отвечают интересам потенциальных инвесторов.

Одним из ключевых параметров, влияющих на стоимость эмиссионных ценных бумаг акционерной компании, является ее текущее финансовое положение, которое можно оценить с помощью показателей, приведенных в табл. 6.3.

В качестве важнейших источников информации для фундаментального анализа используют:

- данные годовых и квартальных бухгалтерских отчетов (баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет об изменениях капитала и др.);
- материалы, которые компания публикует о себе в открытой печати;
- сведения, сообщаемые в публичных выступлениях руководителей акционерного общества;
- данные, поступающие по каналам электронных информационных систем;
- результаты исследований, выполненных организациями — профессиональными участниками фондового рынка, и др.

Конкретная методика финансового анализа результатов производственно-коммерческой деятельности акционерных компаний определяется: полнотой располагаемой информации, особенностями действующей в стране системы бухгалтерского учета и отчетности, отраслевой спецификой предприятия, целями и задачами исследования, квалификацией финансовых аналитиков и другими факторами.

Наиболее важным аспектом определения финансового состояния акционерного общества-эмитента является оценка его ликвидности, т. е. способности систематически выполнять взятые на себя обязательства. Наиболее наглядным способом количественной оценки уровня ликвидности является вычисление коэффициента общей ликвидности (покрытия), который выражает соотношение между оборотными активами и краткосрочными обязательствами. Он показывает текущую платежеспособность акционерной компании. Компания, испытывающая финансовые трудности, начинает

осуществлять погашение более медленными темпами, прибегая к краткосрочным банковским кредитам. Если краткосрочные обязательства растут быстрее оборотных активов, то это может вызвать ряд проблем с ликвидностью в будущем. При необходимости в погашении краткосрочной задолженности (кредиторам и банкам) на эту цель можно направить не все элементы оборотных активов. Наименее ликвидной является статья «Запасы». Трансформация материальных запасов в денежные средства требует продолжительного времени. Поэтому наряду с коэффициентом покрытия используют показатели абсолютной и текущей ликвидности, которые более реально отражают текущую платежеспособность акционерной компании. Перечисленные в табл. 6.3 показатели сравнивают с аналогичными показателями у других предприятий, относящихся к тому же сегменту рынка, а также со средними показателями, публикуемыми Госкомстатом России по народному хозяйству в целом.

После определения способности акционерного общества выполнять текущие (срочные) обязательства обычно делают прогноз на будущее с учетом долгосрочных факторов. Для вычисления общей величины мобилизуемого акционерным обществом капитала используют показатель капитализации. Так, М. Ю. Алексеев под капитализацией понимает сумму долгосрочной задолженности и акционерного капитала. Последний складывается из номинальной стоимости обыкновенных и привилегированных акций, эмиссионного дохода, стоимости приобретенных самой компанией акций и нераспределенной прибыли.⁴¹ Из определения выпадает резервный капитал, который также образуют за счет чистой прибыли. Поэтому к величине капитализации следует прибавить сумму резервного капитала.

По принятой в настоящее время в России методологии бухгалтерского учета под суммой капитализации следует понимать:

- уставный капитал (счет 80);
- собственные акции (доли) (счет 81);
- резервный капитал (счет 82);
- добавочный капитал в части эмиссионного дохода (счет 83);
- нераспределенная прибыль отчетного года (непокрытый убыток) (счет 84).

⁴¹ Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992. С. 205.

Отношение одного из элементов параметра капитализации (стоимости эмитированных корпоративных облигаций, обыкновенных акций, привилегированных акций) к общей его величине позволяет определить коэффициент капитализации, который показывает уровень привлечения акционерным обществом тех или иных заемных и собственных источников средств. Акционерные компании, привлекающие капитал только путем эмиссии акций, располагают консервативной структурой капитала. Те акционерные общества, которые значительную часть своих пассивов образуют за счет заемных средств, обладают агрессивной структурой капитала и обычно в ходе финансового анализа получают более низкий кредитный рейтинг. Уровень долгосрочной задолженности, превышающий 30-35%, как правило, расценивают как рискованный.'

В процессе фундаментального анализа целесообразно детально исследовать структуру капитала акционерного общества-эмитента. В частности, необходимо установить:

- долю акционерного капитала в общем объеме активов (имущества);
- соотношение между авансированным собственным капиталом и Накопленной прибылью.

В состав авансированного собственного капитала включают уставный и добавочный капитал. В состав накопленной прибыли — резервный капитал и нераспределенную прибыль отчетного года.

На заключительном этапе фундаментального анализа устанавливают потенциал акций эмитента. Для этой цели используют систему показателей, отражающих инвестиционные качества эмиссионных ценных бумаг: сумму дивидендов, приходящихся на одну обыкновенную акцию; соотношение между стоимостью данной акции и ее доходностью; соотношение между бухгалтерской и рыночной стоимостью акции и др. Более подробно эти показатели представлены в табл. 6.4 и табл. 6.5.

Новым показателем, приводимым в годовой бухгалтерской отчетности акционерных обществ РФ (в отчете «О прибылях и убытках»), является величина дивиденда, приходящегося на одну обыкновенную и привилегированную акцию за отчетный период и прогноз на будущий год.⁴²

⁴² См. Методические рекомендации по раскрытию информации о прибыли, приходящейся на одну акцию. Утверждены Минфином РФ 21.03.2000 г. № 29н.

Таблица 6.4. Коэффициенты, характеризующие эффективность первичной эмиссии акций

Показатель	Назначение	Расчетная формула
1	2	3
1. Коэффициент отдачи акционерного капитала	Характеризует величину чистой прибыли, приходящейся на акционерный капитал	Чистая прибыль (после налогообложения), деленная на среднюю стоимость акционерного (уставного и резервного) капитала за расчетный период
2. Балансовая стоимость одной акции	Отражает величину акционерного капитала (уставного и резервного капиталов), приходящегося на одну акцию, т. е. обеспеченность акционерного общества собственными средствами	Сумма (уставный капитал + + резервный капитал), деленная на общее количество акций акционерного общества
3. Коэффициент дивидендных выплат	Выражает долю дивидендных выплат в чистой прибыли акционерного общества	Сумма дивидендов, выплаченных акционерным обществом в рассматриваемом периоде, деленная на сумму чистой прибыли общества за расчетный период
4. Коэффициент обеспеченности привилегированных акций (префакций) чистыми активами	Показывает величину чистых активов, приходящихся на одну префакцию. Чистые активы = активы, принимаемые к расчету минус обязательства по пассиву баланса минус целевое финансирование	Чистые активы на определенную дату, деленные на количество префакций, находящихся в обращении
5. Коэффициент покрытия дивидендов по префакциям	Позволяет оценить, в какой мере размер чистой прибыли общества обеспечивает выплату дивидендов по префакциям	Чистая прибыль за расчетный период, деленная на сумму дивидендов, предусмотренную к выплате по префакциям в расчетном периоде

Эти данные в динамике за ряд лет создают базу для углубленного финансового анализа потенциала акций компании-эмитента.

В отличие от фундаментального анализа фондового рынка, технический анализ связан с изучением динамики цен эмиссионных ценных бумаг главным образом на биржевом рынке. Часто его называют графическим анализом, так как колебания цен отражают на графике за короткие промежутки времени (после завершения биржевых торгов).

Таблица 6.5. Коэффициенты, определяющие характер обращения акций на организованном рынке ценных бумаг

Показатель	Назначение	Расчетная формула
1	2	3
1. Коэффициент выплаты дивидендов	Характеризует соотношение суммы дивиденда и цены акции	Сумма дивиденда, выплаченная по акции в определенном периоде, деленная на цену котировки данной акции на начало расчетного периода
2. Коэффициент соотношения цены и доходности акции	Показывает соотношение между ценой акции и доходом по ней. Чем ниже это соотношение, тем привлекательнее акция для инвестора	Цена акции на начало расчетного периода, деленная на совокупный доход (дивиденд), полученный по акции в расчетном периоде
3. Коэффициент ликвидности акций на фондовой бирже	Характеризует возможность быстрого превращения акций в наличные деньги в случае необходимости их реализации	Объем продажи акций на биржевых торгах (или по периоду в целом), деленный на общий объем предложения рассматриваемых акций на биржевых торгах (или по периоду в целом)
4. Коэффициент соотношения котируемых цен предложения и спроса на акции	Выражает соотношение между ценой предложения и спроса на акцию	Средний уровень цен предложения на торгах, деленный на средний уровень цен спроса на акции на торгах
5. Коэффициент обращения акций	Показывает общий объем их обращения, а также уровень ликвидности по результатам биржевых торгов	Общий объем продаж рассматриваемых акций на торгах за период, деленный на общее количество акций компании, умноженное на среднюю цену продажи одной акции в расчетном периоде

Технический анализ используют для решения трех ключевых задач:

- проверки достоверности и полноты результатов фундаментального анализа;
- нахождения приемлемого момента времени для приобретения или продажи эмиссионных ценных бумаг;
- прогноза уровня цен на будущий период.

Технический анализ широко используют в практической работе российские эмитенты, инвесторы и профессиональные участники фондового рынка.

Оценка условий эмиссии акций является важным фактором изучения их инвестиционных качеств. Предметом такого изучения являются:

- цена эмиссии;
- условия и порядок выплаты дивидендов;
- степень участия отдельных владельцев в управлении акционерным обществом и другие важные для инвестора сведения, содержащиеся в эмиссионном проспекте.

Следует иметь в виду, что часто предлагаемый эмитентом размер дивидендов по акциям не носит характера не только юридических, но и контрактных обязательств. Поэтому ориентироваться только на этот показатель вряд ли целесообразно. Многое зависит от конъюнктуры фондового рынка, финансового положения эмитента и других факторов.

На основе изучения перечисленных параметров, характеризующих текущее финансовое состояние эмитента и перспективы его развития, делают вывод о степени его инвестиционной привлекательности. Надежным и перспективным объектом инвестирования считается акционерная компания с устойчивым финансовым положением, высоким кредитным рейтингом, растущим объемом продаж, с повышающейся нормой чистой прибыли на инвестированный капитал, превышающей среднюю величину за последние 3-5 лет.

Что касается соотношения цена/доход, то данный показатель зависит от рыночной конъюнктуры (курса акций). Поэтому ориентироваться на него следует осторожно, с учетом будущего прогноза рыночных колебаний курса эмиссионных ценных бумаг.

Вопросы для самоконтроля

1. По каким группам классифицируют акции эмитента по признаку инвестиционной привлекательности?
2. Какие основные показатели характеризуют финансово-хозяйственную деятельность эмитента?
3. Приведите коэффициенты, определяющие эффективность первичной эмиссии акций.
4. Назовите коэффициенты, отражающие характер обращения акций на организованном фондовом рынке.
5. В чем различия между фундаментальным и техническим анализом фондового рынка?

6.8. Правовое регулирование рынка ценных бумаг

Важное место в системе государственного регулирования экономики занимает правовое регулирование рынка ценных бумаг. Предпринимательская деятельность на фондовом рынке РФ, включая услуги по размещению, купле-продаже финансовых инструментов, осуществляется профессиональными участниками на основании лицензий, выдаваемых

Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) и ее региональными отделениями. Предпринимательская деятельность на финансовом рынке, в том числе оказание финансовых услуг инвесторам, привлечение на коммерческой основе средств юридических и физических лиц, не связанное с эмиссией и обращением ценных бумаг, осуществляют коммерческие банки на основании лицензий, выдаваемых Центральным банком России. Страхование организации осуществляют фондовые операции на основании лицензий, выдаваемых Министерством финансов РФ. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг регулируется тремя видами лицензий:

- лицензией профессионального участника фондового рынка;
- лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра акционеров;
- лицензией фондовой биржи.

Объектами регулирования являются следующие виды деятельности.

1. Брокерская деятельность — совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами на основании договора комиссии или поручения, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре. Сделки во всех случаях подлежат первоочередному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера или дилера.
2. Дилерская деятельность — совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен купли и продажи эмиссионных ценных бумаг с обязательством покупки и продажи их по объявленным ценам.
3. Деятельность по управлению эмиссионными ценными бумагами осуществляется юридическими и физическими лицами от своего имени в течение срока доверительного управления.

Профессиональный участник фондового рынка, осуществляющий деятельность по управлению финансовыми инструментами, именуется управляющим. Его права и обязанности определены законодательством РФ и договорами с клиентами. Если управляющий нанес ущерб своим клиентам, то он обязан возместить за свой счет причиненные им убытки.

4. Депозитная деятельность — оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг или учету и переходу прав на эти бумаги. Депозитарий — юридическое лицо, которое является профессиональным участником фондового рынка и осуществляет присущую ему деятельность на данном рынке. Депонент — лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг или учету прав на них. Взаимоотношения между депозитарием

и депонентом регулируют депозитарным договором (договором о счете «депо»), оформляемым в письменной форме. Заключение такого договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента.

5. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг — сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Деятельностью по ведению данного реестра вправе заниматься только юридические лица (держатели реестра или регистраторы). Регистратор не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами. Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимают совокупность данных, отраженных на бумажных носителях или с использованием электронной базы данных.

6. Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг) включает: сбор, сверку и корректировку информации по операциям с ценными бумагами и подготовку бухгалтерских документов по ним, а также зачеты по поставкам ценных бумаг и расчеты по ним. Клиринговые организации, осуществляющие расчеты по ценным бумагам, обязаны формировать специальные фонды для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами. Минимальный размер специальных фондов устанавливает ФКЦБ России по согласованию с Центральным банком РФ.

7. Деятельность по организации торговли ценными бумагами включает предоставление услуг, способствующих заключению гражданско-правовых сделок с эмиссионными ценными бумагами между профессиональными участниками фондового рынка. Данным видом деятельности занимаются фондовые биржи и фондовые отделы товарных бирж.

Согласно федеральному закону «О рынке ценных бумаг», государство осуществляет регулирование фондового рынка в следующих формах:

- установление обязательных требований к деятельности эмитентов и профессиональных участников;
- регистрация выпусков, эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссии и контроль за соблюдением эмитентами условий и обязательств, зафиксированных в них;
- лицензирование деятельности профессиональных участников фондового рынка;
- создание системы защиты прав и законных интересов инвесторов на фондовом рынке;

- запрещение и пресечение деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии;
- аттестация специалистов на право ведения операций с ценными бумагами;
- налогообложение операций с ценными бумагами в соответствии с требованиями Налогового кодекса РФ и др.

Федеральным законом «Об акционерных обществах» определены дополнительные меры государственного регулирования участников фондового рынка:

- установление минимальных размеров уставного и резервного капитала;
- ограничение на предельный размер привилегированных акций в уставном капитале (не более 25% его объема);
- условия и порядок увеличения (уменьшения) уставного капитала;
- порядок выплаты дивидендов акционерам с учетом стоимости чистых активов общества;
- ограничения на совершение крупных сделок с эмиссионными ценными бумагами и т. д.

Субъектами регулирования рынка ценных бумаг в РФ являются:

- Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России);
- Министерство финансов РФ;
- Центральный банк России;
- Министерство по налогам и сборам;
- Государственный антимонопольный комитет РФ и др.

ФКЦБ России является органом исполнительной власти в области фондового рынка по контролю за деятельностью его профессиональных участников. Она определяет порядки деятельности и устанавливает стандарты эмиссии ценных бумаг. Руководитель ФКЦБ России является по должности федеральным министром. ФКЦБ осуществляет разработку основных направлений развития фондового рынка и координирует деятельность федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования данного рынка. Круг деятельности ФКЦБ России достаточно широк и определяется федеральным законодательством.

Саморегулируемой организацией профессиональных участников фондового рынка является добровольное объединение финансовых посредников. Саморегулируемая организация функционирует на некоммерческой основе. Она учреждается профессиональными участниками фондового рынка для обеспечения благоприятных условий деятельности на этом рынке.

Все доходы саморегулируемой организации используют для выполнения уставных задач и не распределяют среди ее членов. Исходя из требований федерального законодательства по проведению операций на рынке ценных бумаг саморегулируемая организация устанавливает для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на данном рынке, стандарты проведения операций с ценными бумагами и контроль за их соблюдением.

ФКЦБ России вправе отказать в выдаче разрешения саморегулируемой организации и аннулировать выданный ей документ с обязательным опубликованием сообщения об этом в средствах массовой информации. Саморегулируемая организация обязана представлять в ФКЦБ России данные обо всех изменениях, вносимых в документы о ее создании, положения и правила с кратким обоснованием причин и целей подобных изменений.

Вопросы для самоконтроля

1. Назовите объекты регулирования на рынке ценных бумаг.
2. Приведите субъекты регулирования фондового рынка.
3. Охарактеризуйте цель и задачи деятельности саморегулируемой организации.

ЛИТЕРАТУРА

Законодательные и нормативные акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая от 21.10.1994. М.: Инфра-М, 995.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть вторая от 22.12.1995. М.: Инфра-М, 1996.
3. Налоговый кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая от 05.08.2000, № 117-ФЗ. СПб.: Издательский дом «Герда», 2000.
4. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998, № 145-ФЗ. М.: Изд-во «Экмос», 1998.
5. Глава 25 («Налог на прибыль») части второй Налогового кодекса Российской Федерации от 06.08.2001, № 110-ФЗ // Экономика и жизнь. 2001. № 33.
6. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995, № 208-ФЗ (с изменениями и дополнениями от 07.08.2001, № 120-ФЗ) // Экономика и жизнь. 2001. № 40.
7. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996, № 39-ФЗ.
8. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999, № 39-ФЗ.
9. Федеральный закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» от 09.07.1999, № 160-ФЗ.
10. Федеральный закон «О лизинге» от 29.10.1998, № 164-ФЗ (с учетом изменений и дополнений от 29.01.2002 г. № 10-ФЗ).
11. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999, № 46-ФЗ.
12. Федеральный закон «О финансово-промышленных группах» от 30.11.1995, №190-ФЗ.
13. Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.1998, №102-ФЗ.
14. Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 03.02.1996, №17-ФЗ.
15. Реформа предприятий (организаций): Методические рекомендации. М.: Изд-во «Ось-89», 1998.

16. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция): Официальное издание. М.: Экономика, 2000.
17. Строительство: Сборник нормативных документов. М.: Приор, 1996.
18. План счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организации и инструкция по его применению. Утверждены Приказом Минфина РФ от 31.10.2000, № 94н. М.: Изд-во «Ось-89», 2000.
19. Реформа бухгалтерского учета «Федеральный закон о бухгалтерском учете». Шестнадцать положений по бухгалтерскому учету. 10-е изд., изм. и доп. М.: Изд-во «Ось-89», 2001.
20. О безналичных расчетах в Российской Федерации: Положение Центрального банка Российской Федерации от 08.09.2000 № 120-П. М.: Изд-во «Ось-89», 2000.

Монографии, учебники, учебные пособия

1. *Алексеев М. Ю.* Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.
2. *Алехин Б. И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. Саратов: Самвен, 1992.
3. *Льшин В. М.* Инвестиционный анализ: Учеб.-практ. пособие. М.: Дело, 2000.
4. *Балабанов И. Т.* Основы финансового менеджмента: Учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2000.
5. *Балабанов И. Т.* Риск-менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1996.
6. Банковское дело: Учебник / Под ред. В. И. Колесникова, Л. П. Кроливецкой. М.: Финансы и статистика, 2000.
7. *Беренс В., Хавронек П. М.* Руководство по оценке эффективности инвестиций / Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1995.
8. *Бард В. С.* Финансово-инвестиционный комплекс. М.: Финансы и статистика, 1998.
9. *Бирман Г., Шмидт С.* Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер. с англ. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
10. *Бланк И. А.* Основы финансового менеджмента: В 2 т. Киев: Ника-Центр, Эльга, 1999.
11. *Бланк И. А.* Финансовый менеджмент: Учеб. курс. Киев. Ника-Центр, Эльга, 1999.
12. *Бланк И. А.* Инвестиционный менеджмент: Учеб. курс. Киев: Ника-Центр, Эльга, 2001.

13. *Бочаров В. В.* Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций. М.: Финансы и статистика, 1993.
14. *Бочаров В. В.* Инвестиционный менеджмент: Учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1995.
15. *Бочаров В. В.* Управление инвестиционным портфелем: Учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997.
16. *Бочаров В. В.* Методы финансирования инвестиционной деятельности предприятий. М.: Финансы и статистика. 1998.
17. *Бочаров В. В.* Управление денежным оборотом предприятий и корпораций. М.: Финансы и статистика, 2001.
18. *Бочаров В. В.* Инвестиционный менеджмент: Учеб. пособие. СПб.: Питер, 2000.
19. *Бочаров В. В.* Финансовый анализ: Учеб. пособие. СПб.: Питер, 2001.
20. *Бочаров В. В.* Финансовое моделирование: Учеб. пособие. СПб.: Питер, 2000.
21. *Бочаров В. В.* Корпоративные финансы: Учеб. пособие. СПб.: Питер, 2001.
22. *Бочаров В. В., Леонтьев В. Е.* Корпоративные финансы: Учебник для вузов. СПб.: Питер, 2002.
23. *Бригхэм Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент. Полный курс: В 2 т. / Пер. с англ. СПб.: Экономическая школа, 1997.
24. *Бригхэм Ю.* Энциклопедия финансового менеджмента / Пер. с англ. М.: Экономика, 1998.
25. *Бреши Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 1997.
26. *Бромвич М.* Анализ эффективности капиталовложений / Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1996.
27. *Ван Хорн Дж.* Основы управления финансами / Пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 2000.
28. *Вахрин П. И.* Организация и финансирование инвестиций: Учеб. пособие. М.: ИВЦ, «Маркетинг», 2000.
29. *Волков И. М., Грачева М. В.* Проектный анализ: Учебник для вузов. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998.
30. *Гитман Л. Д., Джонс М. Д.* Основы инвестирования / Пер. с англ. М.: Дело, 1997.
31. *Грачева М. В.* Анализ проектных рисков: Учеб. пособие. М.: ЗАО «Финстатинформ», 1999.
32. *Джонс Э.* Деловые финансы / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1998.
33. *Жданов В. П.* Инвестиционные механизмы регионального развития. Калининград: БИЭФ, 2001.

34. *Зимин И. А.* Реальные инвестиции. М.: Экмос, 2000.
35. *КодуэллД. С., Петерсон Р. Л., БлэкуэллД. У.* Финансовые институты, рынки и деньги. Базовый курс / Пер. с англ. СПб.: Питер, 2000.
36. *Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции. Базовый курс / Пер. с нем. СПб.: Питер, 2000.
37. *Ковалев В. В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999.
38. *Ковалев В. В.* Методы оценки инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 1998.
39. *Крейнина М. Н.* Финансовый менеджмент: Учеб. пособие. М.: Дело и сервис, 2001.
40. *Коласс Б.* Управление финансовой деятельностью предприятия / Пер. с франц. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997.
41. *КатасоновВ.Ю., МорозовД. С.* Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование. М.: Анкил, 2000.
42. *Липсиц И. В., Коссов В. В.* Инвестиционный проект. М.: Изд-во «БЕК», 1996.
43. *Мелкумов Я. С.* Экономическая оценка эффективности инвестиций. М.: ИКЦ «ДИС», 1997.
44. *Меньшиков И. С.* Финансовый анализ ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1998.
45. *Мертенс А.* Инвестиции. Киев: Киевское инвестиционное агентство, 1997.
46. *Норткотт Д.* Принятие инвестиционных решений / Пер. с англ. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
47. *Смирнов А. Л.* Организация финансирования инвестиционных проектов. М.: АО «Консалтбанк», 1993.
48. *Сергеев И. В., Веретенникова И. И.* Организация и финансирование инвестиций: Учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2001.
49. *Семенова Е. В.* Операции с ценными бумагами: Учебник. М.: Перспектива, 1997.
50. *Справочник финансиста предприятия / Под ред. А. А. Володина.* М.: Инфра-М, 1999.
51. *Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.
52. *Тренев Н. Н.* Управление финансами. М.: Финансы и статистика, 1999.
53. *Теплова Т. В.* Финансовый менеджмент: Управление капиталом и инвестициями. М.: Государственный университет, Высшая школа экономики, 2000.

54. Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. Е. С. Стояновой. М.: Перспектива, 2001.
55. Финансы предприятий: Учебник / Под ред. М. В. Романовского. СПб.: Бизнес-Пресса, 2000.
56. *Холт Р. Н.* Финансовый менеджмент: Пер. с англ. М.: Дело, 1993.
57. *Холт Р. Н., Бернес С. Б.* Планирование инвестиций / Пер. с англ. М.: Дело, 1994.
58. Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В. И. Колесникова и В. С. Торкановского. М.: Финансы и статистика, 2000.
59. *Фабоцци Ф.Д.* Инвестиции / Пер. с англ. М.: Инфра-М, 2000.
60. *Ченг Ф. Ли, Финнерти Д. И.* Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. М.: Инфра-М, 2000.
61. *Четпыркин Е. М.* Финансовый анализ производственных инвестиций. М.: Дело, 1998.
62. *Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бэйли Д. В.* Инвестиции / Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1997.
63. *Шим Д. К., Сигел Д. Г.* Финансовый менеджмент / Пер. с англ. М.: Филинь, 1996.
64. *Янковский К. П., Мухарь И. Ф.* Организация инвестиционной и инновационной деятельности: Учебник для вузов. СПб.: Питер, , 2001.