
Серия «Учебные издания для бакалавров»

И.П. Николаева

ИНВЕСТИЦИИ

Учебник

*Рекомендовано ФГБОУ ВПО
«Государственный университет управления»
в качестве учебника для студентов бакалавриата ВПО,
обучающихся по направлениям подготовки
«Экономика» и «Менеджмент»*

Министерство образования и науки Российской Федерации
ФГАУ «Федеральный институт развития образования»
Регистрационный номер рецензии 068 от 24.02.2011 г.

Москва
Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°»
2017

УДК 336.58
ББК 65.26
Н63

Рецензенты:

Т.Д. Викулина — доктор экономических наук, профессор;
Е.Н. Лобачева — доктор экономических наук, профессор.

Н63 **Николаева И.П.**
Инвестиции: Учебник / И.П. Николаева. — М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2017. — 256 с.

ISBN 978-5-394-01410-9

В предлагаемом учебнике в соответствии с действующими государственными стандартами рассмотрены основные вопросы курса “Инвестиции”, сущность, виды, объекты и субъекты, дана классификация инвестиций. Отмечена роль инвестиций в развитии экономики, особенно в периоды, связанные с ее модернизацией. Показаны принципы формирования инвестиционных портфелей и разработки инвестиционной политики. Особое внимание уделяется инвестициям в инновации.

Для студентов бакалавриата.

УДК 336.58
ББК 65.26

ISBN 978-5-394-01410-9

© Николаева И.П., 2011
© ООО «ИТК “Дашков и К°”», 2011

ОГЛАВЛЕНИЕ

Глава 1. Инвестиции и инвестиционный процесс	6
1.1. Инвестиции и сбережения. Роль инвестиций в экономике страны	6
1.2. Виды инвестиций и их классификация	16
1.3. Инвестиционная деятельность и инвестиционный процесс	25
1.4. Формы и цели государственного регулирования инвестиций. Вопросы для самоконтроля	48 52
Глава 2. Инвестиционные риски и доходность	53
2.1. Сущность инвестиционного риска и его виды	53
2.2. Измерение инвестиционных рисков	59
2.3. Способы снижения степени риска Вопросы для самоконтроля	62 66
Глава 3. Источники и методы финансирования инвестиций	67
3.1. Источники финансирования инвестиций: понятие и классификация	67
3.2. Методы финансирования инвестиций	80
3.3. Стоимость и цена инвестиционных ресурсов	87
3.4. Роль доходов населения и иностранного капитала в финансировании инвестиций Вопросы для самоконтроля	92 100
Глава 4. Инвестиционные проекты и их оценка	101
4.1. Инвестиционный проект, его виды, признаки и классификация	101
4.2. Жизненный цикл инвестиционного проекта и его фазы	106

4.3.	Критерии и методы оценки инвестиционных проектов. Учет инфляции, неопределенности и рисков	113
4.4.	Оценка эффективности инвестиционного проекта	120
4.5.	Социальные результаты инвестиционного проекта	126
	Вопросы для самоконтроля	128
Глава 5.	Инвестиции в ценные бумаги	130
5.1.	Цели и формы финансовых инвестиций. Инвестиционные качества ценных бумаг	130
5.2.	Оценка эффективности операций с облигациями, акциями и векселями.	135
	Вопросы для самоконтроля	144
Глава 6.	Инвестиции в форме капитальных вложений	145
6.1.	Сущность и классификация капитальных вложений	145
6.2.	Финансирование инвестиций в недвижимость	152
6.3.	Особенности ценообразования в капитальном строительстве.	164
	Вопросы для самоконтроля	169
Глава 7.	Иностранные инвестиции и их особенности в России	170
7.1.	Роль иностранных инвестиций в развитии национальной экономики.	170
7.2.	Прямые и портфельные иностранные инвестиции.	179
7.3.	Иностранные инвестиции в России.	182
7.4.	Регулирование иностранных инвестиций.	188
	Вопросы для самоконтроля	193
Глава 8.	Инвестиционный портфель: методы формирования и управления	195
8.1.	Понятие инвестиционного портфеля, принципы и цели его формирования	195
8.2.	Формирование портфеля инвестиций и его модели.	201
8.3.	Стратегия управления инвестиционным портфелем	213
	Вопросы для самоконтроля	221

Глава 9. Новые формы финансирования и кредитования	
инвестиций.	223
9.1. Инновационное инвестирование.	223
9.2. Лизинг.	228
9.3. Венчурное финансирование	234
9.4. Проектное финансирование	237
Вопросы для самоконтроля	240
Глава 10. Особенности инвестиционных процессов в России.	241
10.1. Характерные черты инвестиционных процессов в России	241
10.2. Инвестиционная политика современной России	245
Вопросы для самоконтроля	252
Список рекомендованной литературы	253

Глава 1. ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС

1.1. Инвестиции и сбережения. Роль инвестиций в экономике страны

Развитие любой социально-экономической системы в значительной мере зависит от инвестиционной политики, которая проводится в стране. Инвестиций, которые вкладываются в развитие экономики, не бывает без затрат, так как сначала необходимо вложить средства, и только потом, если вложения были оправданны и проведенные расчеты оказались верны, средства окупятся и могут принести доход. Но возможны варианты, когда вложенные средства не принесут дополнительного дохода, а в некоторых случаях они могут быть просто потерянны, т.е. и в инвестиционной деятельности, как и в любом виде предпринимательства, имеется определенный риск. Но **без инвестиций фактически невозможно дальнейшее развитие производства**. Даже для простого воспроизводства необходимо поддерживать функционирующий производственный капитал в определенном рабочем состоянии, а следовательно, нужны вложения, инвестиции в производство.

Откуда берутся эти средства? Каковы их источники? Их несколько, но **главный источник, определяющий сущность инвестиций, — сбережения**.

Сбережения — это часть доходов отдельных субъектов экономики, не потраченные на текущее потребление. В процессе сбережения участвуют все субъекты: отдельные работники, предприятия, организации и даже государство. Население,

получающее доходы от участия в общественном хозяйстве, как правило, большую их часть тратит на покупку товаров и услуг, необходимых для обеспечения их жизнедеятельности, а меньшая часть откладывается, превращается в сбережения. Цели такого сбережения различны: поездка на курорт, покупка квартиры, машины, дачи, плата за учебу и за лечение, или просто — на старость, на всякие непредвиденные расходы. Но *пока эти деньги не истрачены, она составляют сбережения.*

Предприятие, получающее прибыль, часть ее вынуждено отдать собственникам производства, и она превращается в их личный доход, обеспечивающий их личное потребление и сбережение. Вторая часть остается на предприятии, используется на производственные нужды, в том числе и на развитие и совершенствование производства. По своей экономической сущности это часть тоже представляет собой *сбережения, пока эти средства не израсходованы.*

Общество также осуществляет сбережения, когда доходы государственного бюджета превышают расходы. В этом случае формируются резервные фонды, которые могут быть использованы в обратной ситуации, т.е. когда доходов госбюджета будет не хватать на обеспечение всех общественных потребностей. Существует также точка зрения, что средства бюджета, затрачиваемые на строительство объектов социальной сферы, также относятся к сбережениям, так как не тратятся на текущее потребление, а обеспечивают потребление определенных благ в будущем.

В совокупности весь объем средств, складывающийся из личных сбережений, сбережений предприятий и организаций, а также государственных сбережений, образует *общенациональный фонд сбережения.* В этом фонде примерно 60% составляют сбережения предприятий и организаций и 20–30% — личные сбережения населения. И пока эти средства не растрачены, они могут использоваться или для прямых вложений в производство, или превращаться в кредитные ресурсы, т.е. деньги

различными способами могут передаваться во временное пользование отдельным экономическим субъектам.

Уровень сбережений в обществе определяется различными социально-экономическими условиями его развития. Главным условием и, соответственно, *главным фактором роста сбережений* являются уровень развития общественного производства и его эффективность. Именно *при росте эффективности увеличиваются доходы* как самих предприятий, так и населения, что позволяет наращивать как потребляемую, так и сберегаемую части дохода. И наоборот, при снижении темпов развития и его экономической отдачи возможности сбережений уменьшаются.

Существенным фактором, влияющим на сбережения, является их *сохранность, гарантии безопасности сбережений*. Если в обществе есть уверенность, что сбережения не пропадут, не обесценятся и ими можно будет воспользоваться в любой момент, сбережения будут расти. Если же таких гарантий нет, то все полученные доходы будут тратиться на текущее потребление или создание материальных запасов.

В развитых странах, где сложилась стабильная экономическая и политическая обстановка, условия для сохранения и приумножения сбережений существуют, и поэтому они растут. Этому способствуют развитие производства, достаточно высокий уровень производительности труда и заработной платы, постоянный рост средних доходов населения, который превышает потребление и может концентрироваться в сбережениях. Следовательно, в этих странах есть условия для роста сбережений и, соответственно, роста инвестиций.

В развивающихся странах ситуация иная. Экономическая обстановка там нестабильна, часто она дополняется и политической нестабильностью. Так как производство менее производительно, доходы в обществе относительно низкие и в основном нацелены на текущее потребление. Поэтому доля сбережений в доходах низка. Кроме того, постоянные внутренние конфликты в стране не позволяют гарантировать надежность и сохранность

сбережений. В результате возможности сбережения и, соответственно, инвестиций в этих странах ограничены.

В СССР сбережения формировались под воздействием двух факторов: **низких доходов и гарантий сохранности сбережений**. Низкий уровень доходов часто не позволял покупать более дорогие вещи, и на их покупку деньги приходилось собирать, накапливать, т.е. осуществлять сбережения. А сдерживание государством в течение десятилетий темпов инфляции и существование единственного места, где можно было хранить сбережения, — государственных сберегательных касс (предтечи сегодняшнего Сбербанка), обеспечивало сохранность сбережений. Все вместе вело к тому, что сбережения в стране росли, и нередко по той причине, что всеобщий дефицит, существовавший в стране, не позволял сделать необходимые покупки. Особенно ярко это условие проявилось в конце 80-х гг. прошлого века.

Начатые в стране рыночные преобразования привели к резкому росту цен в начале 90-х гг., из-за чего все сбережения обесценились — и те, что хранились дома, “в чулке”, и те, что были во вкладах. Все получаемые в то время доходы тратились на текущее потребление: рост цен и низкий уровень процента по вкладам приводили к обесцениванию сбережений, поэтому на весь доход покупались товары, которые можно было достать, т.е. посчастливилось купить, а оставшиеся деньги конвертировались в иностранную валюту.

Усугубил ситуацию отказ правительства индексировать вклады в Сбербанке в связи с инфляцией. Вследствие этого потеряли свои вклады и те, кто хранил деньги на вкладах, и те, кто успел снять свои деньги со счетов. Формой сохранения денег могли бы стать вложения в ценные бумаги, но в тот период ценные бумаги практически не выпускались, более или менее надежные бумаги для населения появились только с осени 1995 г. в связи с выпуском облигаций государственного сберегательного займа. Все это не могло увеличить сбережения в цивилизованных формах, и в то время господствовали две фор-

мы хранения денег — дома в рублях и в валюте. В 1994 г. общая сумма денежных доходов населения составила 360,9 трлн руб., их них 95,2 трлн руб. не были истрачены и хранились в банках (21,8 трлн руб.), дома в рублях (16,9 трлн руб.), а 56,5 трлн руб. были затрачены на покупку иностранной валюты.

Снижение инфляции в последующие годы и некоторая стабильность в экономике увеличили сбережения, в том числе возросли и вклады в банки. К августу 1998 г. сумма вкладов населения в Сбербанке составляла 123 млрд деноминированных рублей, а в коммерческих банках — 40 млрд руб. В то же время примерно 13–15% всех доходов шло на приобретение иностранной валюты. По экспертным оценкам в настоящее время на руках у населения находится 50–60 млрд долл., а за последние 10 лет вывезено за рубеж 150–180 млрд долл. Зная эти цифры, можно представить, какие ресурсы для инвестирования потеряла Россия.

В современных условиях инвестиции осуществляются в производство для его расширения и совершенствования, для развития научно-технического и человеческого потенциалов. Результатом этого является наращивание темпов экономического роста и рост доходов населения. Рост доходов в свою очередь ведет к росту сбережений и увеличивает возможности инвестирования. С точки зрения макроэкономики инвестиционный процесс происходит посредством превращения сбережений всех субъектов экономики в различные факторы производства.

Уровень инвестиций, осуществляемых в обществе, зависит от ряда факторов. Одним из определяющих факторов является **соотношение между потреблением и сбережением**: чем большая часть дохода проедается сегодня, тем меньше можно сберегать, и тем меньше будет завтрашнее потребление. Эта пропорция зависит и от уровня дохода в обществе: чем доход меньше, тем большая его часть идет на текущее потребление и меньше сберегается. Влияют на эту пропорцию и потребительские ожидания: чем неблагоприятнее прогнозы экономической и поли-

тической конъюнктуры, тем меньшая часть доходов сберегается. Какой смысл сберегать деньги, которые вскоре обесценятся или вообще пропадут?

Таким образом, важным фактором увеличения инвестиций является **безопасность вложений**. Если собственник уверен, что его вложения не пропадут, он будет вкладывать в производство деньги даже при минимальной прибыли. И наоборот, даже при максимальной прибыли, но в условиях существующей угрозы потери вложений, количество и объем инвестиций в обществе сокращаются. В этих условиях меняется ориентация собственников: их задачей становится не увеличение имеющихся средств, а их сохранность.

Инвестиции всегда вкладываются ради получения дополнительного дохода, и существует общая закономерность: **чем больше доход от вложений, тем больше желающих осуществить эти вложения**. Но здесь действует еще одна закономерность, обязательная для любого рынка: чем больше доход, тем больше риск потери вложений. Вложения с минимальным риском приносят небольшой доход, но даже безрисковые вложения (а к таким относятся вложения в государственные ценные бумаги) должны приносить хотя бы минимальный доход. Иначе собственники откажутся вкладывать деньги в этот вид бумаг.

Наконец, на уровень инвестиций в стране большое влияние оказывает **степень развитости финансового рынка**. Население, имеющее сбережения, в основном не имеет возможностей прямо вкладывать их в любое предприятие. Для превращения сбережений в инвестиции необходим институт посредников. Таковыми посредниками выступают банковская система и рынок ценных бумаг, т.е. на помощь собственнику денег приходит финансовый рынок. Если этот рынок достаточно четко организован, то имеется возможность использовать для инвестиций даже те денежные средства, которые свободны незначительное время. Поэтому в экономически развитых странах практически все имеющиеся сбережения так или иначе превращаются в инвестиции, вкладываются в производство.

В условиях нестабильной экономики значительная часть сбережений не используется для инвестирования. За счет этих средств формируются товарные запасы или их превращают в иностранную валюту. Лишь незначительная часть сбережений превращается в инвестиции, но вложения идут чаще всего только в те сферы экономики, которые могут обеспечить более высокую прибыль и более быстрое ее получение. Поэтому инвестиции носят чаще всего краткосрочный характер, а доля долгосрочных инвестиций в производство, которые объективно необходимы для его технического совершенствования, резко сокращается. В результате падают темпы развития производства, сокращается занятость, что ведет к сокращению доходов, а следовательно, и потребления, и сбережения.

Итак, инвестиции и сбережения очень тесно взаимосвязаны: инвестиций не может быть без сбережений, но не все сбережения могут превратиться в инвестиции. *Инвестициями становятся только те сбережения, которые прямо или косвенно вкладываются в развитие общественного производства с целью извлечения дохода в будущем.*

В советской экономической литературе инвестиции отождествлялись с капиталовложениями, т.е. вложениями в воспроизводство основных фондов в производительных отраслях народного хозяйства. В этих определениях всегда подчеркивался долгосрочный характер инвестиций. С началом развития рыночных отношений в России изменилось понимание многих экономических явлений и процессов, изменилось содержание экономических категорий. Это коснулось и такого понятия, как инвестиции.

Сегодняшнее понимание инвестиций исходит из того, что под инвестициями понимаются только те сбережения, которые не лежат мертвым грузом, а вкладываются в различные факторы производства и виды деятельности с целью извлечения не только прибыли, но и определенного социального результата. Современные инвестиции предполагают не только долгосрочные вло-

жения, а **вложения на любой срок**, необходимый производству и возможный для собственника денег.

Инвестиции могут осуществляться **в любой форме**: в форме денег, материальных ценностей (например, земли или оборудования), даже можно использовать интеллектуальную собственность, т.е. новую идею, которая передается для использования в производстве. Ведь эту идею в принципе можно продать другим производителям за определенные деньги, и тогда выгоды от ее использования будут получать другие производители.

Совершенно не обязательно связывать инвестиции с получением прибыли, могут быть и **другие экономические цели**, например увеличение объема капитала, завоевание отдельных рынков и т.п. Кроме того, в сегодняшней обстановке не менее важным становится решение социальных задач, получение социального эффекта, который далеко не всегда можно определить в денежном выражении. В национальном хозяйстве получают развитие и так называемые некоммерческие предприятия, которые просто не ставят своей целью получение прибыли, но для их функционирования необходимы определенные инвестиции.

Различны понятия инвестиций в микро- и в макроэкономике. Так, в микроэкономике инвестицией считается покупка пакета ценных бумаг на вторичном рынке, но с точки зрения макроэкономики это действие не является инвестицией, так как не увеличивается количество функционирующих средств производства и не растут объемы капитала в целом.

Как видно из предыдущего, **понятие инвестиций многоаспектно**, и в принципе к ним можно отнести все вложения, которые отвечают следующим признакам:

- у них есть потенциальная способность приносить доход;
- в процессе инвестирования свободные неиспользуемые средства могут превращаться в любой вид активов экономического субъекта (в станки, здания, технологию, землю, материалы и проч.);

-
- для инвестиций можно использовать любой свободный ресурс, если он характеризуется спросом, предложением и ценой;
 - инвестиции всегда целенаправленны, т.е. вкладываются в определенный ресурс;
 - осуществляются инвестиции инвесторами, преследующими свои индивидуальные цели, поэтому срок инвестиций тоже индивидуален и зависит от этих целей;
 - каждая инвестиция сопровождается большим или меньшим риском.

Исходя из этих признаков **под инвестициями** следует понимать целенаправленное вложение средств в любых формах на определенный период для достижений конкретных целей инвестора.

Инвестиции всегда играют определяющую роль в экономике, так как они способствуют качественному и количественному развитию функционирующего производства, обеспечивают определенные результаты хозяйственной деятельности. Поэтому особую важность приобретает проблема эффективности инвестиций, одно только увеличение масштабов инвестирования может не дать желаемых результатов: нельзя ждать эффекта, если даже большие средства вкладываются в морально устаревшие процессы и оборудование. Нерациональное использование инвестиционных средств всегда ведет к сокращению объемов производства.

Показателями динамики инвестиций в экономике страны служат валовые и чистые инвестиции. **Валовые инвестиции** — это совокупный объем средств, направляемый на развитие общественного хозяйства за определенный период времени. Если из валовых инвестиций вычесть амортизационные расходы, останутся **чистые инвестиции**.

Чистые и валовые инвестиции могут находиться в разном соотношении, которые определяют различные периоды развития экономики. Если валовые инвестиции больше чистых инвестиций, то прирост капитала обеспечивает расширенное воспроиз-

изводство, следовательно, экономика находится на стадии подъема. В случае равенства этих величин экономика находится на стадии застоя, она не развивается, т.е. осуществляется простое воспроизводство. Это происходит потому, что потраченные размеры основного капитала, образующие амортизационные отчисления, возобновляются таким же количеством новых инвестиций. И наконец, если валовые инвестиции меньше амортизационных отчислений, происходит сокращение производственных мощностей, что ведет к экономическому спаду.

Следовательно, для того чтобы обеспечить непрерывный экономический рост, необходимо поддерживать объемы инвестиций, позволяющие перекрыть размер амортизационных отчислений и осуществлять расширенное воспроизводство. Вложения в экономику позволяют наращивать объемы производимых продуктов, увеличить занятость, поднять доходы населения и, кроме того, через работу **мультипликатора инвестиций** в течение длительного времени позволяют обеспечить экономический рост.

Эффект мультипликатора возникает вследствие того, что непрерывность потоков расходов и доходов, когда расходы одних становятся доходами других, и увеличение доходов вследствие роста инвестиций вызывают изменение в объемах потребления и сбережения. В итоге общий объем доходов в обществе растет, и создаются предпосылки для роста сбережений, а значит, и для возрастания средств, которые можно использовать для инвестиций. Но эффект мультипликатора может действовать и в обратную сторону, когда уменьшение инвестиций ведет к значительному сокращению доходов в обществе.

В любом обществе инвестиции существуют в различных формах, все собственники свободных ресурсов, которые пытаются вложить их в национальное хозяйство, по сути, осуществляют инвестиционную деятельность, а многообразие инвестиций, форм вложений и участников этой деятельности формируют инвестиционный процесс.

1.2. Виды инвестиций и их классификация

Причины, побуждающие владельцев свободных денег заняться инвестиционной деятельностью, весьма многообразны. Еще более разнообразны экономические условия и предпосылки, в которых они начинают работать. Все это многообразие определяет различные виды и формы существования инвестиций.

Прежде чем начать вкладывать деньги в инвестиции, нужно их накопить. Но даже после того, как определенная сумма накоплена, превратить их в инвестиции оказывается не так просто. Естественно, что самый простой путь заключается в создании собственного малого бизнеса и вложении денег в его развитие. Но это не всегда возможно, во-первых, потому, что для открытия собственного дела нужна довольно значительная сумма, и часто денег просто не хватает. Во-вторых, бизнес требует определенных знаний, умения и просто, как и любой вид деятельности, определенных способностей, но далеко не каждый человек, обладающий деньгами, обладает этими способностями. Поэтому возникает проблема: как и куда вложить эти деньги?

Часто не может вложить в производство возникшую прибыль и отдельное предприятие. Это происходит по разным причинам: есть возможность вложить деньги в более эффективные производства и получить большую прибыль, нужно установить контакты с поставщиком ресурсов или покупателем, а для этого нужно стать сособственником их производства и проч. Для решения этой проблемы можно воспользоваться услугами финансового рынка, который сводит собственников денег с потенциальными пользователями этих средств.

Передача денежных средств от собственника денег к потенциальному потребителю происходит по двум каналам — через банковскую систему и рынок ценных бумаг.

Банки аккумулируют свободные средства, выплачивая вкладчикам определенный процент, и под более высокий процент отдают эти деньги в ссуду другим потребителям. Для многих собственников денег такой способ вложений является пред-

почтительным, так как, хотя он получает от банка небольшой процент, риск невозврата денег заемщиком перекладывается на банк. Такие вклады обладают помимо надежности еще и высокой ликвидностью, их можно в любое время превратить в наличные деньги. И еще одно преимущество — этот способ доступен даже для самых мелких вкладчиков, для тех, у кого суммы минимальные.

Вкладчики банка, получающие низкий процент по вкладам, в то время как банк получает значительно большие проценты с заемщиков этих денег, пытаются найти прямые контакты с этими заемщиками, чтобы увеличить свои доходы. И заемщикам оказывается выгоднее вступать в непосредственные отношения с собственниками денег без посредников. Дело в том, что процедура оформления ссуды достаточно трудоемка и наталкивается на различные препятствия. Например, банки в данный момент не обладают той суммой, которая нужна заемщику, срок, на который хотят взять кредит, не устраивает банк, не могут договориться о проценте, и наконец, банк просто не хочет рисковать и не дает деньги под новые сложные проекты. Чтобы найти необходимые деньги, предприятия, нуждающиеся в деньгах, выпускают ценные бумаги и продают их на рынке ценных бумаг.

В итоге выигрывает и собственник денег, и их потребитель. Первый вкладывает свои средства на более выгодных условиях, чем банковские вклады, сроки вложений тоже могут удлиняться, а при необходимости и укорачиваться, так как ценную бумагу всегда можно продать. Процедура оформления достаточно проста — это купля-продажа ценной бумаги. Потребитель денег получает возможность собрать большие капиталы, так как имеет дело не с одним собственником денег, а со многими, средства можно брать на более длительный срок, а в случае выпуска акций — на неограниченное время. И наконец, процедура получения этих денег значительно более проста по сравнению с получением ссуды в банке.

Следовательно, имеющиеся деньги можно вложить прямо в функционирующее производство, или через посредников и

финансовые инструменты они также могут прийти в производственный процесс. В зависимости от объекта вложения различают реальные и финансовые инвестиции.

Реальные инвестиции — это вложение средств в материальные и нематериальные активы экономических субъектов или в решение их социально-экономических проблем. В основном они предназначены для создания новых предприятий, реконструкции и технического перевооружения действующего производства. В этом случае вложение денег в основной капитал и необходимые для его функционирования оборотные средства увеличивают производственный капитал.

Реальные инвестиции предполагают вложения в основной капитал, в оборотные средства, в нематериальные активы, в человеческий капитал и решение социальных задач.

Инвестиции в основной капитал — это затраты, направленные на приобретение, качественное и количественное увеличение основных производственных фондов (основного капитала). Они являются базовыми для развития отдельного предприятия и экономики в целом, от них зависят темпы экономического роста.

Большое значение для эффективности этих вложений имеет структура инвестиций, их распределение на вложение в увеличение объемов основного капитала и качественное совершенствование функционирующего основного капитала. В условиях современного научно-технического прогресса все большая доля вложений в основной капитал направляется на реконструкцию действующего оборудования, модернизацию производственных процессов. Связано это с тем, что капитал современного производства на каждом предприятии измеряется десятками и сотнями миллионов денежных единиц, и в условиях, когда ежегодно появляются новые технологии и новые, более производительные, станки и машины, заменить сразу все действующее оборудование новым практически невозможно. Но реально провести его модернизацию, приспособить действующие машины к новым технологическим процессам, поэтому доля средств на эти нужды в инвестициях в основной капитал постоянно растет.

Увеличение основного капитала означает необходимость соответствующего увеличения запасов материалов, энергетических ресурсов, инструментов и проч., т.е. дополнительных **инвестиций в увеличение материальных и оборотных активов**.

По преобладающему объекту инвестиций все реальные инвестиции иногда подразделяются на **стратегические** (создание новых предприятий и производств), **базовые** (расширение действующего производства), **текущие** (поддержание воспроизводственного процесса) и **инновационные** (модернизация предприятия и техническое перевооружение).

К реальным инвестициям относятся также **инвестиции в нематериальные активы**, т.е. вложения денег в приобретение лицензий, ноу-хау, участие в научных исследованиях, подготовку кадров и проч. Вообще **нематериальные активы** — это ценности, которые своей материальной формой не участвуют в процессе производства, но благодаря им этот процесс может осуществляться и приносить прибыль. Как правило, они имеют денежную оценку, т.е. их можно продавать и покупать, и поэтому они могут служить объектом инвестиций. К таким активам относятся лицензии, патенты, авторские права, проекты, интеллектуальная собственность, товарные знаки и проч.

Лицензия — это бумага, подтверждающее право заниматься определенным видом деятельности или использовать защищенное патентом изобретение. **Патент** — это документ, подтверждающий авторство и исключительное право на использование изобретения. **Авторские права** — это комплекс правовых норм для защиты результатов творческой деятельности от копирования или распространения без разрешения автора. Только автор может определить кто, на каких условиях и как может использовать его произведение. **Проект** — это идея, представленная описанием, расчетами и чертежами, раскрывающими ее сущность и возможность реализации. **Интеллектуальная собственность** — это собственность на интеллектуальный продукт, защищаемый авторским правом. В экономике к ней относятся изобретения, товарные знаки, фирменные наименования,

новые промышленные образцы продукции. **Товарный знак** — зарегистрированное в установленном порядке обозначение, позволяющее отличить товар одной фирмы от аналогичных товаров других фирм. Товарным знаком может быть **торговая марка** — знак-символ или эмблема, указывающая на изготовителя товара и продавца, или **торговое наименование**, которое относится только к выпускающей фирме.

В современных условиях значительная часть инвестиций вкладывается в развитие социальной сферы. Жизнь подтвердила, что развитие производства, рост производительности общественного труда в современных условиях невозможны без решения социальных проблем общества. Поэтому инвестиции в развитие жилищного фонда, строительство учреждений культурно-бытовой сферы, образования, здравоохранения называют **социальными инвестициями**.

Особую роль в этих инвестициях приобретают **инвестиции в человеческий капитал**, т.е. любые вложения, повышающие и развивающие способности человека, его квалификацию, а в итоге — повышающие производительность его труда. Инвестиции в человеческий капитал включают **расходы на образование, здравоохранение и мобильность рабочей силы**. Наиболее важным является первый вид инвестиций, так как он закладывает основу будущего развития и совершенствования человека, дает ему определенную специальность и квалификацию и делает рабочую силу более производительной. Затраты на здоровье — это прежде всего затраты на профилактику заболеваний, позволяющие увеличить работоспособность рабочего, удлинить его жизнь, повысить производительность. Расходы на мобильность дают возможность рабочим передвигаться по стране в поисках места работы, больше отвечающего его способностям и возможностям проявить себя, повысить свою квалификацию. Они включают в себя не только инвестиции в развитие транспорта, но и в создание резервного фонда жилья, чтобы приехавший из другого города рабочий мог иметь крышу над головой.

Инвестиции в человеческий капитал выгодны как обществу, так и отдельному человеку. С точки зрения общества более квалифицированный производитель дает большую массу произведенного валового национального продукта; с позиции предпринимателя — он обеспечивает меньшие издержки производства и большую прибыль, с точки зрения отдельного человека — вложения в человеческий капитал, в образование и здравоохранение дают возможность более полного проявления способностей каждого и как следствие — более высокие доходы в течение всей жизни.

Финансовые инвестиции — это вложение капитала в ценные бумаги. Такие вложения не увеличивают реальный вещественный капитал, но могут приносить прибыль за счет изменения курсов ценной бумаги. Существование финансовых инвестиций связано с наличием в обществе фиктивного капитала, т.е. капитала, выраженного бумагами, отражающими наличие реального капитала. Кроме того, говоря о финансовых вложениях, нужно понимать последствия этих вложений для индивидуального и для общественного капитала.

С точки зрения отдельного владельца ценных бумаг, они являются ценностями, приносящими ему вполне реальный доход, и за счет этого дохода он увеличивает свой индивидуальный капитал. С точки зрения общества ценные бумаги не являются реальным богатством. Это фиктивный капитал, так как увеличение их стоимости происходит вне связи с изменением стоимости реального капитала. Если **реальный капитал увеличивается за счет инвестиций в реальные активы, то финансовый капитал может прирастать без дополнительных инвестиций**. Особенно это заметно при выпуске так называемых производных ценных бумаг. Они не предусматривают реальных инвестиций в производство, просто дают право на покупку ранее выпущенных ценных бумаг. Естественно, в этом случае объем реального капитала не возрастает, а объем капитала, вложенного в ценные бумаги, растет. Кроме того, прирост объема фиктивного капитала происходит и вследствие возрастания цен на ценные бумаги.

Цены растут, как правило, на бумаги тех производств, которые более эффективно используют свои производственные мощности, дают больший результат. Естественно, что на рынке ценных бумаг купить бумаги такого производства желают многие, и поэтому увеличение спроса увеличивает цену этих бумаг. Фактически рынок ценных бумаг дает рыночную оценку реального капитала, функционирующего в данный период времени. Значит, фиктивный капитал в данном случае увеличивается не сам по себе, а *отражает состояние реального капитала, и величина фиктивного капитала является не чем иным, как рыночной стоимостью отраженного реального капитала.*

Ценные бумаги играют важную роль в процессе превращения сбережений в инвестиции. Через уровень курса ценных бумаг потенциальные инвесторы узнают о возможности наиболее эффективного вложения денежных средств. В случае расширения производства выпускаются дополнительные пакеты ценных бумаг, которые, будучи проданными на рынке, приносят средства для реальных инвестиций в действующее производство. Этот процесс одновременно увеличивает и реальный капитал (через увеличение производственных мощностей), и фиктивный капитал (через финансовые инвестиции в выпущенные ценные бумаги). Таким образом, *реальные инвестиции оказываются невозможными без финансовых, а последние могут осуществляться только через реальные инвестиции.*

Финансовые инвестиции, осуществляемые на вторичном рынке ценных бумаг, имеют другой экономический смысл. На вторичном рынке происходит не инвестирование в производство, а перераспределение фиктивного капитала между членами общества. Хотя деньги, потраченные на покупку ценных бумаг, для отдельного субъекта являются инвестициями, *они не ведут ни к увеличению реального, ни даже фиктивного капитала*, и тот и другой остаются неизменным. Такие инвестиции тоже относятся к финансовым, но они носят спекулятивный характер.

По срокам инвестирования различают долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные инвестиции. *Долгосрочные инвести-*

ции — это вложения средств от трех лет и на более длительный срок. Как правило, это вложения в основной капитал в форме так называемых капитальных вложений. Они связаны с реконструкцией, расширением и техническим перевооружением предприятий. **Среднесрочные инвестиции** — это вложения от одного до трех лет, а **краткосрочные** — до одного года. В последнем случае средства вкладываются в запасы товарно-материальных ценностей и в ценные бумаги.

По источникам инвестирования выделяют частные, государственные, иностранные и смешанные инвестиции. **Частные инвестиции** вкладываются отдельными частными лицами или предприятиями и организациями негосударственной формы собственности. **Государственные инвестиции** — это вложения, осуществляемые государственными органами власти и государственными предприятиями за счет средств бюджета, внебюджетных фондов и заемных средств. В условиях открытости экономики в экономику одной страны могут вкладывать средства физические и юридические лица других стран, а также и зарубежные государства. Это — **иностранные инвестиции**. Возможны инвестиции в развитие отдельных производств различными субъектами на паевых началах. В этом случае имеют место **смешанные инвестиции**, причем комбинация отдельных субъектов может быть различна.

По региональному признаку выделяют внутренние и внешние инвестиции. **Внутренние инвестиции** — это вложения в объекты инвестирования, расположенные на территории данной страны. **Внешние инвестиции** предполагают вложения средств в объекты, размещенные за пределами границ этой страны.

По целям инвестирования выделяют прямые и опосредованные (портфельные) инвестиции. **Прямые инвестиции** ставят своей целью осуществление контроля над деятельностью данного предприятия или организации. Это возможно осуществить через строительство нового предприятия или покупку контрольного пакета действующего производства. При **портфельных инвестициях** цели другие — получать прибыль или сохранить день-

ги от инфляции. В этом случае деньги вкладывают в ценные бумаги действующего производства, выбирая наиболее эффективные и надежные.

Помимо представленных возможно классифицировать инвестиции и по множеству других критериев. Например, **по форме инвестиций** выделяют денежные средства и их эквиваленты (целевые вклады, паи и доли в капитале, оборотные средства и проч.); землю; любое имущество, используемое в производстве (здания, сооружения, транспортные средства, инструмент и проч.); имущественные права, имеющие денежную оценку.

По степени взаимосвязи можно выделить изолированные инвестиции (которые не вызывают потребности в других инвестициях) и зависящие от внешних факторов или влияющие на внешние факторы. В последнем случае могут потребоваться дополнительные инвестиции в смежные отрасли деятельности.

По характеру использования капитала выделяют первичные инвестиции, реинвестиции и дезинвестиции. **Первичные инвестиции** — это вложения капитала с целью расширения и совершенствования производства. **Реинвестиции** — это направление средств, полученных от инвестирования, в новые инвестиции. Так, если вложения в производства дали прибыль, то эта прибыль направляется на дальнейшее развитие этого производства. **Дезинвестиция** — это высвобождение ранее инвестированного капитала из инвестиционного оборота без последующего его применения для инвестиций.

По степени риска выделяют относительно **надежные (безрисковые) инвестиции**. К ним относятся инвестиции в такие объекты, по которым отсутствует реальный риск потери ожидаемого дохода или капитала и практически гарантировано получение прибыли. Примером таких инвестиции могут послужить инвестиции, связанные с выполнением государственных заказов. Могут быть **среднерисковые инвестиции**, риск по которым держится на уровне среднерыночного, или **низкорисковые**, по которым риск ниже среднего на рынке. **Рисковые, или венчурные, инвестиции** — это инвестиции в инновации, в новые, неизвест-

ные рынку сферы деятельности. Есть еще инвестиции, которые называют аннуитетом и трансфертом. **Аннуитет** — это инвестиции, приносящие доход не постоянно, а через регулярные промежутки времени. Такой доход можно получить через вложение денег в пенсионные или страховые фонды. **Трансферт** — это инвестиции, необходимые для оформления акта покупки одного предприятия другим собственником, по сути это лишь вложения в смену форм собственности.

Инвестиции различаются также по отраслевому признаку, по региональному и проч. Но любых инвесторов больше всего интересует зависимость инвестиций от рисков. Именно рисковость определяет и степень доходности инвестиций, и их надежность.

1.3. Инвестиционная деятельность и инвестиционный процесс

Общее понятие деятельности — это характеристика функций какого-либо субъекта в его влиянии на окружающий мир. Если перевести деятельность в область инвестиций, то **инвестиционная деятельность** — это комплекс функций, связанных с какими-либо вложениями в развитие экономики. В связи с этим необходимо уточнить сущность понятия “инвестор” как основного субъекта этой деятельности. Чаще всего под инвестором понимают вкладчика, а под инвестированием — вложение денег в какой-либо объект. В современных условиях эти понятия стали намного шире и отражают ту сущность, которая связана с сегодняшним пониманием инвестиции. Ведь вкладывает деньги не только инвестор, но и спонсор, и меценат, однако они не считаются инвестором. Разделяют их конечные цели вложения. Вложение денег инвестором всегда преследует конкретные экономические цели — получение прибыли или контроль над производством и последующее увеличение своего капитала. Отсюда **инвестором может считаться только тот субъект, который вкла-**

дывает деньги в развитие производства ради своих экономических целей, ради реализации экономических интересов.

Для того чтобы реализовать свои экономические интересы, нужно выполнить ряд работ: определить цели и объект вложения, найти необходимые суммы, вложить имеющиеся средства в развитие определенных производственных элементов (т.е. превратить деньги в факторы производства) и только после этого получить какой-то результат, позволяющий достигнуть своих целей. Измененный под воздействием инвестиций экономический объект используется для удовлетворения потребностей инвестора или других экономических субъектов. Поэтому в инвестиционной деятельности принимает участие множество различных субъектов.

Решение об инвестициях оформляется в виде инвестиционного проекта. *Под инвестиционным проектом* обычно понимается мероприятие, осуществляющее комплекс каких-либо действий ради достижения поставленной цели. Именно реализация такого разработанного проекта и является объектом инвестиционной деятельности.

Любая инвестиционная деятельность предполагает наличие основных субъектов — инвесторов и пользователей, а также совокупность отношений по поводу реализации инвестиций. Инвесторами могут быть любые субъекты, обладающие свободными средствами и желающие вложить деньги в данный объект. Это могут быть вкладчики, покупатели продукции, заказчики, кредиторы и др. В основном они не вмешиваются непосредственно в предпринимательскую деятельность, необходимую в процессе инвестирования, а выражают свои интересы через заказчика.

Выбирают объекты инвестирования инвесторы, они же определяют направления и объемы инвестиций, контролируют их целевое использование. Их отличие от других участников инвестиционной деятельности в том, что ради получения доходов в будущем периоде они отказываются от немедленного потребления имеющихся ресурсов сегодня. Инвесторы могут со-

вмещать любые функции других участников инвестиционной деятельности.

Среди инвесторов различают индивидуальных и институциональных инвесторов. **Индивидуальный инвестор** — это физическое или юридическое лицо, осуществляющее инвестиции для развития своей основной деятельности или для решения социальных проблем. **Институциональный инвестор** — это финансовый посредник, аккумулирующий средства отдельных субъектов и осуществляющий инвестиционную деятельность от своего имени. Как правило, это инвестиционные компании или различные фонды. Инвесторы подразделяются также на консервативных и агрессивных. **Консервативные инвесторы** избегают высокорисковых вложений и стремятся обеспечить безопасность инвестиций, а **агрессивные**, наоборот, выбирают высокорисковые проекты, которые обещают обеспечить высокий доход и быстрый рост капитала.

Заказчик — это уполномоченное инвесторами физическое или юридическое лицо, которое реализует инвестиционные проекты. Он может быть непосредственным инвестором или его доверенным лицом. В последнем случае он наделяется правами владения, пользования и распоряжения инвестициями на период своих полномочий. Заказчики заключают договор с подрядчиками, которые выполняют необходимые работы по реализации проекта. Обязательным условием заключения договора является наличие у организации, выступающей подрядчиком, лицензии на определенные виды работы.

Пользователями объектов инвестиционной деятельности могут выступать любые физические и юридические лица, государственные и муниципальные органы, иностранные государства, международные объединения и организации, использующие объекты инвестиционной деятельности.

Реализация инвестиционных проектов становится возможной только при совпадении экономических интересов всех субъектов, занимающихся инвестиционной деятельностью, — каж-

дый из них должен быть заинтересован в скорейшей реализации инвестиций именно в данный объект.

При вложении средств в реальный сектор экономики движение инвестиций осуществляется в форме кругооборота производительного капитала, когда в результате инвестиций создается готовый продукт, воплощающий в себе прирост капитала и дающий дополнительный доход после его реализации. Если использовать классическую схему кругооборота капитала, но рассматривать только дополнительный капитал, т.е. инвестиции, то она будет выглядеть следующим образом:

$$И \rightarrow T_{и} \dots П \dots Т \rightarrow Пр \rightarrow \Phi_{н} \rightarrow И_{н}$$

где И — инвестиции, вложенные в производство;

$T_{и}$ — инвестиционные товары, купленные на вложенные средства;

П — производство;

Т — произведенные товары;

Пр — полученная прибыль от использования вложенных капиталов;

$\Phi_{н}$ — фонд накопления, сформированный из прибыли;

$И_{н}$ — новые инвестиции из фонда накопления.

Инвестиционная деятельность является составляющей единого экономического процесса. Она служит главной формой обеспечения развития производства, но по отношению к его конечным целям носит подчиненный характер, выступая лишь средством достижения этих целей. Объемы инвестиционной деятельности неравномерны с точки зрения отдельных периодов, что определяется различной капиталоемкостью отдельных работ. Окупаемость инвестиций и получение эффекта от них связаны с истечением определенного временного лага.

Инвестиционная деятельность формирует самостоятельный вид денежного потока на предприятиях, который получил название **инвестиционного потока**. Как и любой поток, он характеризуется притоками и оттоками. **К оттокам инвестиционного потока** относится приобретение элементов основного капитала,

приобретение нематериальных активов и инвестиции в прирост оборотного капитала. **К притокам** относят поступления от реализации элементов основного капитала и поступления от реализации нематериальных активов.

Для реализации инвестиционных проектов и осуществления инвестиционной деятельности необходимо обеспечить все необходимые условия, прежде всего материальные. Для этого существует инвестиционный рынок.

Однозначной трактовки понятия “инвестиционный рынок” в экономической литературе, к сожалению, пока нет, поэтому встречаются разные подходы к определению этого понятия. Нередко под инвестиционным рынком понимают только рынок инвестиционных товаров и инвестиционных услуг, а иногда — рынок финансовых ресурсов для инвестиций или рынок капитала. Так как на инвестиционном рынке, как и на любом рынке, существует множество продавцов и покупателей, то с точки зрения экономической сущности **под инвестиционным рынком можно понимать совокупность экономических отношений между продавцами и покупателями всех инвестиционных товаров и услуг.**

Структура этого рынка строится исходя из многообразия отдельных его сегментов. Критерием выделения их чаще всего служит объект вложений и соответствующий вид инвестиций. Так как все инвестиции подразделяются на реальные и финансовые, то и инвестиционный рынок распадается на две части — рынок объектов реального инвестирования (реального капитала) и рынок финансовых инструментов. **Рынок объектов реального капитала** считают первичным, так как он формирует оборот реального капитала, а **рынок финансовых инструментов** — вторичным, так как он существует в виде обращения финансовых активов, опосредующих перелив финансового капитала. С развитием науки и техники, переходом на интенсивные факторы развития все большее значение приобретал, а в настоящее время выделился в самостоятельное образование рынок инвестиций в инновации.

Первичный рынок (реальных инвестиций) включает в себя рынок прямых капитальных вложений (в том числе и рынок земли). Это один из наиболее значимых сегментов рынка инвестиций. Его развитие связано с теми изменениями, которые происходят в экономике под воздействием научно-технического прогресса и предшествующих инвестиций. Формой инвестирования на этом рынке выступают капитальное строительство, реконструкция, техническое перевооружение и расширение действующего производства, а также покупка приватизируемых объектов и объектов недвижимости.

Рынок приватизируемых объектов появился в ходе процесса разгосударствления экономики. Его особенностью является то, что товаром на этом рынке могут выступать только те предприятия, которые выставлены на аукцион или полностью выкупаются своими трудовыми коллективами. **Рынок объектов недвижимости** предполагает куплю-продажу недвижимости: зданий, объектов как производственного, так и непроизводственного назначения, причем может быть выставлена на торги какая-то часть объекта. На этом рынке также выставляются на продажу свободные или застроенные земельные участки. Вложение денег в недвижимость является способом сохранения и увеличения стоимости капитала, а также получения дохода от этих объектов.

Основными показателями, характеризующими рынок реальных инвестиций, являются перечень видов капитальных товаров, обращающихся на товарном рынке, цены спроса и предложения на них, а также объемы и цены сделок по отдельным видам товаров. **Инвестиционными товарами,** в отличие от обычных товаров, считают те товары, которые могут использоваться в различных сферах экономической деятельности с целью получения доходов в будущем периоде. Они могут существовать как в материальной, так и в денежной форме. Немаловажным условием для инвестиций служит и уровень средней цены на основные инвестиционные услуги, прежде всего на строительно-монтажные работы.

Рынок финансовых инструментов ставит своей задачей мобилизацию средств для расширения масштабов реального сектора экономики и подразделяется на две крупные части: фондовый и денежный рынки.

Иногда говорят о развитии рынка тезовраций. **Тезоврация** — это неорганизованные формы сбережения денежных средств. Население, не доверяющее официальным организациям, держит сбережения дома, а те, кому позволяют возможности, инвестируют эти деньги в золото и различные драгоценности, предметы коллекционирования и другие ценности. В нашей стране этот рынок только зарождается и практически не играет существенной роли в экономике.

Показателями развития фондового рынка являются количество видов основных фондовых инструментов, обращающихся на рынке, цены спроса и предложения на них, объемы и реальные цены сделок, а также индекс динамики цен. **Денежный рынок** характеризуется уровнем кредитных ставок и ставок по вкладам, официальными курсами валют и курсами их купли-продажи.

В последние годы выделяется **рынок инноваций в инвестициях** (или инновационных инвестиций). Связан этот процесс с усилением внимания к инновационной деятельности, особенно в условиях ожесточившейся рыночной конкуренции. Он связан с вложениями в покупку лицензий, ноу-хау, новых технологий и проч. Но во всех странах объем этого рынка пока незначителен, он находится в стадии становления. Трудности в его развитии связаны прежде всего с высокой степенью риска вложений на этом рынке.

Инвестиционный рынок, как и любой другой рынок, имеет собственный спрос и предложение. **Спрос** всегда зависит от потребностей и возможности их реализации. То же относится к инвестиционному спросу, но реально он существует в двух формах. **Потенциальный инвестиционный спрос** — это величина сберегаемого субъектами дохода, который может быть направлен на инвестирование, т.е. это потенциальный инвестиционный капитал. **Реальный инвестиционный спрос** — действительная потреб-

ность в инвестициях хозяйствующих субъектов, это те средства, которые реально планируются для инвестирования.

На величину инвестиционного спроса влияет множество факторов:

1. Соотношение между потреблением и сбережением доходов. Доход для каждого периода стабильная величина, и поэтому чем большая часть его потребляется сегодня, тем меньше возможности сбережения, а следовательно, и меньше возможности инвестиций. Слабая экономика не может обеспечить высоких доходов, и поэтому практически все доходы используются на цели потребления. Сбережения в таком обществе ничтожны. А это означает, что не может быть и инвестиций в развитие производства, а следовательно, и роста доходов в будущем периоде. Если удастся переломить эту тенденцию и доходы начинают расти, это означает увеличение сбережений и, соответственно, — инвестиций.

2. Уровень прибыли на инвестиции. Любые инвестиции должны приносить прибыль. Даже самые надежные безрисковые инвестиции дают минимальную прибыль. Если бы этого не было, не было бы и инвестиций, так как только прибыль является побудительной причиной вложений. Причем инвестора интересует чистая прибыль, полученная после уплаты налогов. Поэтому и налоговая политика государства может служить или стимулирующим, или сдерживающим фактором для инвестиционного спроса.

3. Уровень ставки ссудного процента. Вложение средств в производство иногда не обеспечивается только собственным капиталом, часто требуется прибегать к ссудам банка, т.е. использовать заемный капитал. Если норма прибыли превышает ставку ссудного процента, то инвестор получает предпринимательскую прибыль. Если этого не происходит, то у инвестора пропадает стимул к увеличению инвестиций и инвестиционный спрос снижается.

4. Ожидаемая инфляция. В условиях инфляции вложение денег в производство вроде бы спасает деньги от обесценива-

ния, но будущая прибыль тоже обесценится под воздействием инфляции. И если темпы инфляции растут быстрее темпов роста производства и прибыли, инвестиции становятся все менее выгодными и начинают снижаться.

5. Объем произведенного национального дохода. Увеличивающийся национальный доход увеличивает доходы всего населения и дает возможности больше потреблять. На товарном рынке возрастает спрос, а производители должны ответить на это увеличением объемов производства и предложения. А для этого нужны дополнительные инвестиции, тем более, что возросшие доходы стимулируют и увеличение сбережений как основного источника инвестиций. Следовательно, рост национального дохода ведет к росту инвестиционного спроса.

6. Степень организованности финансового рынка. Основным источником инвестиций являются сбережения, в том числе и сбережения населения. Но большинство не имеет возможности вкладывать непосредственно свои сбережения в производство, поэтому нужен посредник. Таким посредником выступает финансовый рынок, как фондовый, так и денежный. От уровня их организации и развития во многом зависит увеличение инвестиционного спроса в стране.

7. Прогнозы и ожидания производителей. Инвестиции связаны с риском, тем более те, которые вкладываются в развитие основного капитала. Ведь он будет работать не месяц, не год, а как минимум несколько лет, а может быть, и десятилетия. Поэтому очень важно проанализировать тенденции изменения рынка в будущем: как изменятся потребности, спрос на товар, затраты на его производство; возможна ли инфляция, рост доходов и проч. И чем более обнадеживающими будут такие прогнозы и ожидания, тем больше будет спрос на инвестиции.

Инвестиционное предложение — это совокупность объектов, существующих в любых формах и нуждающихся в инвестициях. Это могут быть вновь создаваемые или реконструируемые элементы основного капитала, ценные бумаги, научно-техническая продукция, определенные права и проч. Чем боль-

ше таких объектов и чем они разнообразнее, тем больше требуется инвестиций, и тем они разнообразнее. Поэтому считается, что именно инвестиционное предложение определяет объем и структуру инвестиционного спроса и именно от него зависят масштабы инвестиционного рынка. Инвестиционное предложение зависит от двух групп факторов — общерыночных и специфических для инвестиционного рынка. К первым относятся цена, издержки, уровень налогов, ожидания и проч., ко вторым — особенность инвестиционного товара, его способность приносить доход. Эта особенность влияет на процесс образования цены на инвестиционный товар.

Состояние и доходность реального капитала находят отражение на рынке ценных бумаг в курсах и норме доходности каждой бумаги, а эти показатели указывают инвесторам, куда следует вкладывать средства, в какие отрасли, в какие предприятия. Проблему выбора направления вложений во многом и определяет уровень существующего банковского процента, который определяет и сбережения населения, формирующие кредитные ресурсы, и влияет на уровень курса ценных бумаг. Поэтому ***инвестиционное предложение оказывается в зависимости от этих рынков — рынка ценных бумаг и рынка ссудного капитала.***

На инвестиционном рынке колебания инвестиционного спроса и инвестиционного предложения формируют рыночные цены на инвестиционные товары, что определяет объемы реализации на этом рынке. Соотношение спроса, предложения, уровня цен, конкуренции и объемов реализации образует ***конъюнктуру инвестиционных рынков.*** Все показатели и факторы, влияющие на них, постоянно меняются, что предопределяет изменение конъюнктуры. Эти изменения идут, как и на всех рынках, циклически, образуя ***конъюнктурный цикл*** инвестиционного рынка.

Фаза подъема в этом цикле характеризуется увеличением инвестиционного спроса, ростом цен и общим оживлением инвестиционного рынка. Как правило, эта фаза связана с повышением деловой активности в обществе. Резкое увеличение темпов подъема характеризует переход к следующей фазе — ***конъюн-***

ктурному буму. Для этой фазы характерно значительное увеличение объемов реализации, рост спроса и предложения при опережающем росте спроса, повышение цен на объекты инвестирования и рост доходов основных участников инвестиционного рынка — инвесторов и посредников.

Конъюнктурный цикл отражает развитие фаз экономического цикла, развивающегося в экономике. И первые две фазы конъюнктурного цикла соответствуют фазам оживления и подъема экономического цикла. Но, как известно, за подъемом закономерно начинается спад в экономике, что неизбежно приводит сначала к ослаблению конъюнктуры инвестиционного рынка, а затем — к спаду. **На фазе ослабления** инвестиционный спрос еще удовлетворяется, но уже возникает избыток предложения объектов инвестирования, цены постепенно стабилизируются, а затем начинают снижаться. Естественно, это ведет к снижению доходов инвесторов и их посредников. Когда начинается **спад конъюнктуры**, резко снижаются объемы спроса и предложения объектов инвестирования, но предложение существенно опережает спрос. В этих условиях цены на инвестиционные объекты существенно снижаются, падают доходы инвесторов и посредников, и часто инвестиционная деятельность становится просто убыточной.

Изучение конъюнктуры инвестиционного рынка включает в себя наблюдение за инвестиционной активностью на рынке в целом и на его отдельных сегментах (мониторинг), анализ полученных данных для выявления тенденций развития и прогнозирование этого развития.

Как видно, инвестиционная деятельность многогранна и требует участия множества субъектов, каждый из которых выполняет свои функции и реализует свои цели. Взаимоувязанный процесс реализации этих целей и функций на разных этапах инвестиционной деятельности образует **инвестиционный процесс**.

Для того чтобы можно было начать инвестиционный процесс, необходим ряд условий.

Во-первых, нужен инвестиционный потенциал, достаточный для осуществления инвестиционной деятельности, причем как денежный, так и кадровый, а также материально-вещественный. Денежный капитал, предназначенный для инвестиций, т.е. инвестиционный капитал, должен быть диверсифицирован по формам собственности, и в его структуре должен преобладать частный инвестиционный капитал.

Во-вторых, кадровый потенциал должен быть сконцентрирован у тех экономических субъектов, которые способны обеспечить инвестиционный процесс в необходимых масштабах. Эти субъекты должны быть представлены в различных формах: как по формам собственности, так и по организационно-хозяйственным формам. В этих процессах могут участвовать все необходимые субъекты — от частных лиц до государства, но функции каждого из них в этом процессе должны быть разделены и четко оговорены.

И, в-третьих, нужен механизм трансформации инвестиционных ресурсов в объекты инвестиционной деятельности. Этот механизм требует разветвленной сети финансовых посредников, развитого инвестиционного рынка, на котором объекты инвестиционной деятельности приобретают форму инвестиционных товаров. Такой рынок способствует эффективному распределению инвестиционного капитала по объектам в соответствии с экономическими показателями, характеризующими привлекательность объектов для инвесторов.

Инвестиционный процесс распадается на два основных этапа. На *первом этапе* принимается решение об инвестировании. Для этого определяют цели, направления инвестирования, выбирают конкретные объекты. *Второй этап* связан с реализацией, осуществлением инвестиций. И так как инвестиции выступают в двух основных формах — финансовые и реальные, содержание этого этапа существенно различается в каждом конкретном случае.

Для достижения желаемых результатов и обеспечения максимально возможной эффективности инвестиционного процес-

са его осуществление должно строиться на определенных подходах, принципах совместной деятельности.

В инвестиционном процессе задействовано большое количество разнообразных участников: инвесторы, заказчики, подрядчики, поставщики, банки, различные посредники, страховые организации и проч. Как правило, это самостоятельные, независимые организации, имеющие свои специфические финансовые и экономические интересы. Основная задача их совместной деятельности в инвестиционном процессе — обеспечение односторонности этой деятельности, достижение общей конечной цели инвестирования. В этом случае частные цели и интересы каждой фирмы должны превратиться в промежуточные, и через их реализацию достигаются конечные цели, т.е. должен быть реализован принцип системного подхода в совместной работе.

Очень важно правильно определить объемы инвестиций. Нужно помнить, что закон убывающей предельной производительности, или закон убывающего эффекта, действует во всех сферах экономики. Поэтому чем больше вкладывается инвестиционных ресурсов в объект, тем меньше может оказаться эффект этих вложений в расчете на единицу вложенных ресурсов. Каждая дополнительная единица инвестиционных вложений за определенными пределами начинает приносить все меньшую отдачу. Поэтому при выборе направлений и объемов инвестиций встает задача определения предельной величины инвестиций, при которой достигнутая эффективность будет отвечать требованиям инвесторов, т.е. эффективность инвестиций достижима только при учете принципа убывающей предельной производительности.

По мере продвижения к цели инвестиционного процесса возрастают затраты на реализацию всех работ. Если на начальном этапе еще возможна замена одних участников другими, смена направлений, путей реализации вложений, то с определенного момента, когда в работу уже вложены значительные средства, это становится нерациональным. И с этого времени должны быть введены ограничения на отказ от выполнения отдельных

функций каким-либо участником, на отказ от полного участия в проекте, смену направления деятельности, так как это может привести к убыткам для других участников процесса. Поэтому такое ограничение свободы принятия инвестиционных решений для всех участников на определенном этапе инвестиционного процесса должно быть внесено в договоры и контракты на выполняемые работы.

При определении объекта инвестирования и выборе направлений вложений необходимо определять не только цели, но и учитывать затраты, которые необходимы для их достижения. Причем нужно учитывать не только традиционные, но и адаптационные издержки, а также эффект мультипликатора инвестиций. Последствия инвестиций не обязательно будут связаны с прямыми затратами в производство, но их знание может оказать большое влияние на выбор и реализацию целей инвестора. С адаптационными издержкам связаны затраты или потери в процессе приспособления к новой инвестиционной среде. Это могут быть потери объемов выпуска продукции в процессе реорганизации производства, затраты на переквалификацию и повышение квалификации кадров, на переналадку оборудования и проч. Мультипликационные издержки предполагают знание всех связей и зависимостей данного объекта и смежных отраслей и производств, на которые могут повлиять новые инвестиции. А в результате положительный или отрицательный эффект проявится не только в деятельности объекта инвестирования, но и у предприятий или производств-смежников.

При выборе объекта инвестирования немаловажную роль играет привлекательность объекта. При выборе объектов и направлений инвестиций необходимо оценивать привлекательность не в масштабах Российской Федерации, а в разрезе субъектов Федерации и отдельных объектов. Для инвестора, принимающего решение, важно определить, в какой отрасли и в каком регионе он может использовать свои средства с максимальной эффективностью, где он сможет получить наибольший доход.

При анализе инвестиционной привлекательности региона (или страны в целом) оцениваются три основных самостоятельных характеристики — инвестиционный потенциал, инвестиционный риск и инвестиционное законодательство.

Инвестиционный потенциал — это количественная характеристика, определяющая возможности инвестиций в данный регион. Он складывается из запасов основных природных ресурсов, производственного, интеллектуального, научно-технического потенциалов. Большое значение в современных условиях приобретают обеспеченность инфраструктурными предприятиями и организациями, а также уровнем развития ведущих институтов рыночной экономики.

Инвестиционный риск характеризует вероятность потери инвестиций и дохода и зависит не только от конкретной инвестиционной деятельности, но и от тенденций в экономическом развитии региона, политической ситуации, уровня социальной напряженности, состояния экологии и криминальной обстановки.

Законодательство России едино для всех регионов, но отдельные акты в отдельных регионах могут видоизменяться под воздействием региональных законодательных документов. Это необходимо для регулирования инвестиций по отраслям и сферам деятельности и определения использования отдельных факторов производства в регионе.

Россия всегда считалась одной из самых богатых стран мира по запасам природных ресурсов, и это является одним из определяющих моментов в инвестиционной привлекательности страны. Но распределение ресурсов по регионам неравномерно, что необходимо учитывать при выборе региона. На выбор оказывает также влияние определенная географическая зона, формирующая различные объемы затрат. Так, использование природных ресурсов в северных районах предполагает увеличение трудовых затрат на их добычу и повышает расходы на создание нормальных условий жизни работающим в этих районах. В центральных районах эти проблемы не возникают. Но там есть

другие проблемы — затраты на транспортировку сырья из отдаленных регионов.

Важным показателем, определяющим инвестиционную привлекательность, служит производственный потенциал, характеризующийся объемом выпускаемой продукции и ее структурой. В целом по стране в последние годы он возрастал, но темпы роста неустойчивы, колеблются из года в год. Так, темп прироста ВВП в 2006 г. составил 6%, в 2007 г. — 8%, в январе-ноябре 2010 г. — 3,7%. Около половины прироста принадлежит производству услуг, меньше 40% составляет производство товаров. Правда, в 2010 г. промышленное производство росло более высокими темпами, увеличив объемы ВВП на 6,7%. Сегодняшняя задача — сохранить эти тенденции и темпы.

Россия всегда считалась страной с высоким уровнем образования, обладающей высоким интеллектуальным потенциалом. Однако в настоящее время некоторое снижение качества образования, низкая оплата высококвалифицированной рабочей силы не стимулирует к получению качественного образования и занятию интеллектуальной деятельностью. Уровень производительности труда в стране далек от возможного. В среднем по стране он составляет немногим больше 20% от уровня в США, в самых высокопроизводительных отраслях (добыча полезных ископаемых) — около 65%, в самых отстающих (операции с недвижимостью, аренда и предоставление услуг) не достигает 10%. Основные проблемы в этой области — решение задачи правильного соотношения оплаты труда и его производительности, а также работа по укреплению трудовой и исполнительской дисциплины. Решение первой проблемы позволит заинтересовать людей в росте образовательного и квалификационного уровней и качественном труде, второй — увеличить производительность за счет сокращения имеющихся потерь (по результатам обследований до 2/3 потенциальной производительности мы теряем за счет плохой дисциплины).

Трудовой потенциал России по объему, цене, уровню подготовки и квалификации достаточен для решения самых сложных

инвестиционных проблем. Но без соответствующей экономической и социально-политической поддержки его уровень и качество могут значительно снизиться и, соответственно, уменьшить уровень инвестиционной привлекательности страны.

Анализ социально-экономических показателей уровня жизни населения позволяет определить возможность социальной и политической стабильности как в стране, так и в отдельном регионе. А это, в свою очередь, может повлиять на рентабельность производства и доходность инвестиций, вкладываемых в производство.

В современных условиях решающим фактором развития экономики является наука. Традиционно наука развивалась в крупных городах, особенно в Центральном и Северо-Западном регионах. Невостребованность результатов научных исследований и низкий уровень финансирования привели к тому, что ежегодно 50–70 научных организаций прекращают свое существование, и сейчас положение в науке критическое. Правда, ряд мер, принятых Правительством РФ в последнее время, дают надежду, что ситуация может измениться к лучшему, тем более что и в условиях низкого уровня финансирования наука продолжала развиваться быстрыми темпами и обеспечивала высокую отдачу вложенных в нее средств.

Значительно влияет на развитие инвестиционного потенциала состояние финансовой сферы. Ее развитие характеризуется объемом консолидированного дохода страны, расходами, дефицитом или профицитом, а также общим объемом государственного долга. Важнейший показатель состояния этой сферы — исполнение государственного бюджета. Как известно, последние годы перед кризисом бюджет России являлся профицитным.

В последние годы в составе инвестиционного потенциала активно развивается сфера услуг — инфраструктурная составляющая. В их общем объеме растет доля платных услуг и в последние годы — производственных услуг: услуг информации, связи, транспорта, что привело к усилению привлекательности отдельных регионов страны.

В принципе, в любом регионе есть возможность осуществлять инвестиции, но существует и множество противодействующих факторов, мешающих их росту. Они связаны с недочетами в законодательстве, с политическими и частично экономическими факторами. Инвесторы терпят ущерб от непредоставления необходимой информации, нарушения прав интеллектуальной собственности. Практически постоянная практика — это низкая культура контрактов, несоблюдение обязательств по отношению к партнеру, отсутствие элементарной деловой этики.

Особую опасность для инвесторов представляет коррупция, которая позволяет осуществлять передел сфер влияния, неоправданно выдавать кредиты, переводить активы в подконтрольные им структуры. Причем коррупционные технологии постоянно усложняются и совершенствуются. В их сферу действия попадают банковские, финансовые, налоговые службы, судебные инстанции. И власти неспособны пока уменьшить масштабы коррупции.

Определенные трудности возникают в процессе уплаты налогов. Вопрос даже не столько в величине налоговых ставок, налогового бремени, сколько в проблеме расчета налогооблагаемой базы и в произволе налоговых и таможенных органов на местах.

Для инвесторов чрезвычайно важна стабильность и четкость законодательной базы. Существующие законодательные акты плохо увязаны друг с другом, иногда содержат взаимоисключающие нормы, региональные нормы часто не увязаны с федеральными. Но самая существенная проблема — плохое исполнение действующих законов. Как здесь не вспомнить М.Е. Салтыкова-Щедрина, сделавшего вывод, что строгость законов российских смягчается необязательностью их исполнения. В современных условиях эта необязательность связана с отсутствием санкций за невыполнение правовых норм или с получением экономической выгоды от неисполнения. Причем не исполняются не только нормы права, но и решения судебных органов.

Все эти недостатки, конечно, есть в каждом регионе, только в одном более ярко выражены одни, в другом — другие. При

оценке привлекательности они подразделяются на три группы (высокий уровень, средний и низкий) как по имеющемуся инвестиционному потенциалу, так и по степени ожидаемого риска. Причем структура этих групп подвижна, и постоянно идет переход регионов из одной группы в другую.

При оценке и прогнозировании инвестиционной привлекательности регионов необходимо учитывать особенности государственной региональной политики, которая позволяет им эффективно использовать свои экономические возможности, осуществлять оптимальное разделение труда и взаимную кооперацию с другими регионами.

Оценка инвестиционной привлекательности отраслей также требует проведения мониторинга, анализа полученных результатов и определенных выводов, лежащих в основе прогнозов. В этой работе важно учитывать место и роль отдельной отрасли в экономике страны и перспективы ее развития. Изучение перспектив развития производится на основе показателей доходности отрасли, направлений и темпов развития различных форм собственности в отрасли. Одновременно оцениваются экспортный потенциал продукции, выпускаемой отраслью, и ее защищенность от импорта. Выводы аргументируются расчетными показателями. Значимость отрасли в экономике страны характеризует удельный вес ее продукции в ВВП, причем необходимо считать не только текущий, но и перспективный показатель и брать во внимание структурные изменения, которые могут произойти в экономике страны. Важными характеристиками служат также показатели устойчивости отрасли к кризисным явлениям (в этом случае сравнивается динамика спада ВВП и объемов продукции отрасли), социальной значимости (определяется численность занятых работников) и обеспеченности собственными финансовыми ресурсами (удельный вес собственного капитала и объем капитальных вложений за счет собственных средств).

Определенное влияние на результаты анализа может оказать степень государственной поддержки отрасли. С этой точ-

ки зрения важно учитывать объем государственных капитальных вложений в развитие отрасли, выдаваемые государственные кредиты, имеющиеся налоговые льготы и проч.

Сдерживающим моментом в определении инвестиционной привлекательности отрасли может послужить уровень ее монополизации: чем он выше, тем больше риск инвестиционных вложений, так как трудно предугадать все последствия развития монополии, тем более на длительную перспективу (а инвестиции вкладываются чаще всего не на короткие сроки, а на годы). Связано это с тем, что монополия живет и управляется не столько по экономическим, сколько по административным законам: обычные экономические рычаги и санкции для монополии, располагающей миллиардными капиталами, практически недействительны. Поэтому управленческие решения, определяющие темпы и направления ее деятельности, предугадать трудно, что увеличивает рисковость вложений.

Конечным результатом оценки инвестиционной привлекательности отраслей и регионов является составление рейтинга, т.е. ранжирование по степени привлекательности. Для этого сначала рассчитывают обобщенные показатели по основным критериям (по уровню доходности, перспективам роста, финансовому, трудовому и материально-сырьевому обеспечению и проч.), а затем на основе этих показателей выводится интегральный показатель привлекательности, и уже на этой основе производят ранжирование отраслей и регионов, определяют место отрасли и региона в экономике в зависимости от уровня инвестиционной привлекательности.

Инвестор вкладывает деньги не просто в отрасль или регион, а в конкретное предприятие в этом регионе или отрасли. Поэтому ему важно оценить инвестиционную привлекательность предприятия. Оценка привлекательности предприятия имеет некоторые отличительные особенности.

Каждое предприятие развивается в течение длительного времени, проходит несколько этапов в своем развитии и каждый из них не безразличен для инвестора. Последовательность

смены этапов определяет жизненный цикл предприятия. Теория определяет его длительность для обычного среднего предприятия примерно 20–25 лет. После этого предприятие или прекращает свое существование, или возрождается с новыми задачами, собственниками и штатом работников.

В первые годы своего существования вновь созданное предприятие решает свою основную задачу — выжить и закрепиться на рынке. Предприятию в данный момент нужно найти свою нишу на рынке, своих покупателей и поставщиков, обеспечить получение необходимой прибыли и решать еще целый ряд возникающих каждый день проблем, для чего постоянно нужны финансовые ресурсы, чаще всего краткосрочные. Исключения составляют источники инвестиций, связанные с будущим развитием предприятия.

Когда этап выживания пройден и предприятие закрепилось на рынке, возникают новые задачи — необходимо обеспечить развитие и совершенствование предприятия, увеличить объемы производства. Основной целью предприятия становится уже не рентабельность, а экономическое развитие. Для этого необходимы уже среднесрочные и долгосрочные инвестиции.

Следующая задача, которая ставится после этапа развития — максимизация прибыли. Для этого используются все имеющиеся возможности, изменение объемов производства, интенсификация производственного процесса, накопленные связи и контакты в мире бизнеса. Учитывая то, что у предприятия есть существенный производственный потенциал и оно обеспечивает достаточную прибыль в этот период, предприятие может работать в основном на принципе самофинансирования: получаемой прибыли хватает на все основные нужды. Но в этот же период появляются первые признаки того, что рынок полностью насыщен выпускаемой продукцией, возможности развития предприятия в основном исчерпаны и нужно искать другие пути получения доходов. Руководство предприятия начинает инвестировать свои деньги в развитие других предприятий или в финансовые активы, и предприятие занимается в основном фор-

мированием и управлением портфелем ценных бумаг, а не развитием производства.

С точки зрения инвестора, наиболее интересным является период экономического развития предприятия, когда ему нужны инвестиции и они могут принести достаточный доход в будущем. После того как предприятием достигнута высшая точка развития, оно теряет свою привлекательность для инвестора, а инвестиции интересны только в том случае, если продукция имеет перспективы удержаться на рынке, а вложенные средства небольшие и могут окупиться в кратчайшие сроки. На последней стадии развития инвестиции нецелесообразны, если не намечается перепрофилирование предприятия.

Представление об инвестиционной привлекательности предприятия будет неполным, если не проанализировать жизненный цикл выпускаемого товара, т.е. период времени между выходом продукции на рынок и уходом с него. Этот цикл подразделяется на четыре фазы.

На *первой фазе* начинается выпуск новой продукции, и она выходит на рынок. Так как издержки на ее производство и, соответственно, стоимость этой продукции достаточно велики, а на рынке она пока неизвестна, ее покупают мало, поэтому и прибыль от нее минимальная, а нередко ее нет вообще. Постепенно объемы продаж увеличиваются, чему способствует и снижение издержек и цен по мере отработки технологических процессов.

Вторая фаза начинается, когда товар становится доступным для массового покупателя. Это происходит после того, как, с одной стороны, он начинает производиться с низкими издержками, а с другой — покупатель уже узнал и оценил данный товар. Для предприятия это означает возможность увеличения объемов производства и продаж и получение максимальной прибыли.

Третья фаза — это фаза стабилизации, когда в связи с насыщением рынка объемы продаж практически не увеличиваются, а затем начинают постепенно снижаться, так как на рынке появляются новые аналогичные продукты, но имеющие более привлекательные потребительские качества.

За третьей фазой неизбежно следует *четвертая*, когда приходится сначала сокращать производство продукта, а затем и совсем прекратить его выпуск.

Естественно, что для инвестора наиболее важными и возможными для эффективных инвестиций являются первые две фазы этого жизненного цикла. И в первую очередь на этих фазах вкладывают средства финансовые инвесторы, покупающие акции данной компании: когда продукт перейдет на третью или четвертую фазу и прибыли начнут сокращаться, акции можно продать.

Дополняется выявление инвестиционной привлекательности предприятия анализом финансовой деятельности. В этом случае определяются ожидаемая доходность инвестиций, сроки их возврата и возможные риски.

Инвестиционная привлекательность лежит в основе формирования такого понятия, как инвестиционный климат. В литературе нет однозначного понимания этой категории. На наш взгляд, наиболее полно ее сущность отражает определение, данное в Финансово-кредитном энциклопедическом словаре: “совокупность сложившихся в какой-либо стране политических, социально-культурных, финансово-экономических и правовых условий, определяющих качество предпринимательской инфраструктуры, эффективность инвестирования и степень возможных рисков при вложении капитала”. Если сказать более просто, то инвестиционный климат — это сложившиеся общественно-экономические условия, отражающие возможные соотношения эффективности и риска при вложении инвестиций.

В случае благоприятного инвестиционного климата инвестиционная активность и объем инвестиций начинают возрастать. К факторам, увеличивающим приток инвестиций, относятся внутрипроизводственные (высокий потенциал рынка сбыта, высокая норма прибыли, отсутствие серьезных конкурентов, низкая стоимость ресурсов) и общегосударственные (стабильная налоговая система и эффективная поддержка государства). К обратным факторам, снижающим инвестиционную активность, от-

носят прежде всего общегосударственные факторы: политическую и социальную нестабильность, высокие темпы инфляции, рост ставок рефинансирования, дефицит бюджета, большой государственный долг и проч.

Так как инвестиционный климат отражает соотношение между инвестиционной привлекательностью и риском, то оценка инвестиционного климата очень субъективна. Связано это с тем, что для каждого инвестора конкретные выгоды и риски сугубо индивидуальны. Данное положение подтверждается и тем, что инвестиционный климат в России по-разному оценивают иностранные и российские инвесторы. И даже внутри этих групп оценки различаются.

1.4. Формы и цели государственного регулирования инвестиций

Основная задача государственного регулирования любой национальной экономики — обеспечение сбалансированного эффективного развития. Общеизвестно, какую роль в решении этой задачи играют инвестиции. Именно поэтому государство не может оставаться в стороне от регулирования инвестиционных процессов. Кроме того, значительная часть инвестиций должна вкладываться в объекты социального назначения (школы, больницы и проч.), которые фактически чаще всего убыточны для инвестора, и желающих вложить туда средства очень мало. Поэтому государство должно заинтересовывать инвесторов в таких вложениях, стимулировать строительство социальных объектов.

Государственное регулирование в России осуществляется органами государственной власти РФ и ее субъектов. Работа осуществляется в двух направлениях: создание благоприятных условий для развития инвестиционных процессов и прямое участие государства в инвестиционной деятельности.

Всем субъектам инвестиционной деятельности, независимо от форм собственности, государство гарантирует:

-
- обеспечение равных прав;
 - гласность в обсуждении инвестиционных проектов;
 - право обжаловать в суд решения и действия органов государственной власти и их должностных лиц;
 - защиту капитальных вложений.

Создание общих благоприятных условий для инвестирования требует постоянного совершенствования тех элементов экономической системы и экономических механизмов, которые наиболее тесно связаны с инвестиционной деятельностью: налоговой системы, механизмов начисления и использования амортизации, антимонопольной деятельности, информационных систем, финансового лизинга, системы привлечения средств населения в инвестиционный процесс.

Второе направление — участие государства в инвестициях — тоже требует разнонаправленной деятельности. Прежде всего, исходя из необходимости решения насущных социально-экономических проблем страны, правительство разрабатывает, утверждает и финансирует инвестиционные проекты, осуществляемые с иностранными партнерами, или национальные проекты, которые имеют приоритетное значение для развития страны. Так как ряд проектов финансируется за счет средств госбюджета, ежегодно Правительство РФ утверждает перечень строек и объектов технического перевооружения для федеральных государственных нужд, на конкурсной основе предоставляет инвесторам государственные гарантии за счет средств госбюджета. Средства из различных уровней бюджетов выделяются на конкурсной основе либо на принципах возвратности, платности и срочности, либо на условиях передачи в собственность государства соответствующего числа акций создаваемого акционерного общества. Как правило, через определенный срок эти акции реализуются на рынке ценных бумаг, а выручка идет в доход бюджета. Также государственные органы постоянно проводят экспертизы инвестиционных проектов, защищают российские организации от поставок некачественной и устаревшей техники и технологии, изыскивают дополнительные источники фи-

нансирования через выпуск инвестиционных займов, передачу в пользование инвестору ранее законсервированных и незавершенных строек, принадлежащих государству.

Контроль за эффективностью использования выделенных бюджетных средств осуществляет в рамках Федерации Счетная палата РФ и уполномоченные на это федеральные органы исполнительной власти. В рамках субъектов Федерации контроль осуществляют местные органы, имеющие эти полномочия.

Эффективное и гибкое регулирование инвестиционной деятельности возможно только при создании определенных правовых норм.

Право — это совокупность установленных государством обязательных правил поведения, несоблюдение которых карается законом.

В инвестиционной деятельности посредством права устанавливается нормативная база и определяется статус всех участников инвестиционного процесса, определяется ответственность каждого субъекта и регулируются отношения между ними. Все правовые нормы могут носить запрещающий, дозволяющий, обязывающий и стимулирующий характер. Если в командно-административной экономике все нормы носили директивный (запрещающий, дозволяющий, обязывающий) характер, то в рыночной экономике они в основном стимулирующие. Это позволяет придать экономическим методам регулирования более действенный характер.

Все действующие нормативно-правовые акты в области инвестирования подразделяются на три группы:

- законодательные акты;
- подзаконные акты;
- локальные (индивидуальные) акты.

К первой группе относятся федеральные конституционные и федеральные законы (Гражданский, Земельный, Налоговый кодексы РФ, “Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений”,

“О рынке ценных бумаг” и проч.). Сюда же относят международные договоры и законодательство субъектов Федерации.

Ко второй группе относят указы Президента РФ, постановления правительства РФ, межправительственные постановления и соглашения, ведомственные акты и решения органов местного самоуправления.

К третьей группе относят административные акты участников инвестиционной деятельности и нормативно-правовые договоры.

Важнейшим направлением государственного регулирования инвестиций является стимулирование. К этому обязывает высокая степень рисков в инвестиционной деятельности, недостаточные собственные средства у предприятий, дорогие кредиты. Стимулирование осуществляется в основном через предоставление бюджетных средств негосударственным инвесторам на возвратной основе, через реализацию права собственности, т.е. выделение средств из федерального бюджета для развития федеральной собственности, а из муниципального — для развития муниципальной собственности, через равенство прав всех инвесторов и, конечно, предоставление налоговых льгот и бюджетных гарантий.

Наиболее часто льготы по налогам предоставляются при начислении налогов на прибыль, на имущество, на операции с ценными бумагами, транспортный налог, акцизы. Конкретная льгота определяется в зависимости от размера инвестиций, направления деятельности, целевого назначения и длительности предоставления льгот. В последнее время льготы также предоставляются муниципальными властями практически во всех регионах, что свидетельствует о понимании местной властью роли стимулирования инвестиций для решения социально-экономических задач.

Для поддержания единства требований к стимулированию инвестиций во всей стране необходима выработка единой государственной инвестиционной политики: именно она определяет основные цели, задачи инвестиционной деятельности, указыва-

ет наиболее эффективные направления вложения инвестиций. Реализуется эта политика в основном экономическими методами, поэтому она широко использует амортизационную, кредитную, валютную политику, систему налогообложения, бюджетное инвестирование и проч.

Вопросы для самоконтроля

1. Что понимается под инвестициями и каков их основной источник?
 2. На какую величину валовые инвестиции отличаются от чистых инвестиций?
 3. Какие виды инвестиций вы знаете?
 4. Как связаны реальные инвестиции с финансовыми?
 5. По каким критериями классифицируются инвестиции?
 6. Что такое инвестиционная деятельность и каковы ее субъекты?
 7. Что понимается под инвестиционным рынком?
 8. Что такое инвестиционный спрос и от каких факторов он зависит?
 9. Что такое инвестиционное предложение и от каких факторов оно зависит?
 10. В чем сущность инвестиционного процесса?
 11. Какова основная задача государственного регулирования инвестиций?
-

Глава 2. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ И ДОХОДНОСТЬ

2.1. Сущность инвестиционного риска и его виды

Инвестиции, так же как и вся предпринимательская деятельность, всегда связаны с риском. *Инвестиционный риск* является частью общего финансового риска и представляет собой угрозу потери вложенных средств или недополучения ожидаемых доходов. Чаще всего инвестиционный риск возникает вследствие существования *неопределенности информации*, свойственной рыночной экономике. Рыночная экономика, функционирование которой строится на конкуренции и коммерческой тайне, уже поэтому не может предоставить всю необходимую информацию для принятия точного решения. Поэтому неопределенность существует в форме незнания всего того, что может повлиять на результаты деятельности отдельного субъекта. На эти результаты может повлиять и совершенно случайный фактор: поломка оборудования в критический момент, незамеченная ошибка при расчетах и проч. Предугадать, произойдет сбой в процессе инвестирования или нет, — невозможно. Возможно и непредсказуемое поведение конкурентов и заказчиков, когда в ходе осуществления инвестиционного процесса они под воздействием конъюнктурных причин начинают менять условия договора, задерживают поставки материалов и проч. Отсюда и возникает возможность риска.

Инвестиционные риски всегда возникают, если допущены ошибки в проектных расчетах, не учтен риск отказа оборудования. Ничем хорошим не кончается неточность информации о бу-

дущих компаньонах по инвестиционной деятельности, об их финансовом положении и деловой репутации: в этом случае кто-то может подвести других участников инвестиционного процесса, сорвав договорные обязательства, не оплатив во время счета и проч. Может негативно повлиять на процесс, создав рисковую ситуацию, и внешняя по отношению к этому процессу среда: политические изменения в стране, природно-климатические катаклизмы, изменение экономического законодательства.

Таким образом, фактор неопределенности связан не только с невозможностью знать все о настоящем, но и с неполным и неточным представлением о будущем и даже о прошлом. Именно поэтому возникают рисковые ситуации. ***Под инвестиционным риском понимается вероятность непредвиденных финансовых потерь вследствие неопределенности условий вложения инвестиций.*** Риск возникает вследствие событий, которые могут наступить, а могут и не наступить. Это событие может отрицательно повлиять на инвестора, а может дать и дополнительную прибыль. В отдельных случаях возможна ситуация, когда инвестор даже не почувствует происходящее событие, оно не повлияет на него. Таким образом, возможны три экономических результата: инвестор получит убыток, проигрыш, т.е. отрицательный результат; событие никак не скажется на его экономических результатах (нулевой или нейтральный результат) или он может получить дополнительную выгоду, прибыль (положительный результат).

Риски возникают на различных уровнях хозяйствования под воздействием множества показателей, но особенностью их существования является то, что ***они часто обуславливают друг друга, и один и тот же фактор может вызвать разные риски.*** Существует точка зрения, что риски образуют самостоятельную систему, все элементы которой взаимообусловлены. В связи с этим обстоятельством создать целостную систему классификации инвестиционных рисков очень сложно. Обычно отдельные виды определяются в зависимости от интересующих инвестора критериев.

В зависимости от возможного результата все риски можно разделить на две большие группы: чистые и спекулятивные. **Чистые риски** приводят к получению отрицательного или нулевого результата, а **спекулятивные** — к получению положительного или отрицательного результата. Внутри этих групп также идет своя классификация рисков.

В группе чистых рисков выделяют **природно-естественные риски**, которые связаны с природными катаклизмами: наводнения, пожары, землетрясения, ураганы и проч. Возможное ухудшение экологической ситуации в данном регионе может вызвать дополнительные затраты, которые оборачиваются прямыми потерями для инвестора или недополучением им прибыли. В этом случае речь идет об **экологических рисках**. В современных условиях все чаще возникают **социально-политические риски**, связанные с состоянием политической обстановки в стране и деятельностью правительства. Всегда негативно влияет на любую предпринимательскую деятельность политическая и социальная напряженность в стране. В случае возникновения каких-либо конфликтов возникает риск не только уменьшения прибыли, но и потери вложенного капитала. К таким же результатам может привести неясность и непредсказуемость экономической политики государства, изменения в законодательстве. К группе производственных рисков относят также **имущественные и транспортные риски**. Под первыми понимается потеря имущества вследствие действия третьих лиц (кража, халатность, выход из строя оборудования, не подлежащего ремонту и проч.), под вторыми — возможный ущерб, также нанесенный третьими лицами, которым поручена транспортировка грузов (утеря, поломка и проч. в процессе перевозки).

К **спекулятивным рискам** относятся все виды рисков, присущие предпринимательской и инвестиционной деятельности. Предпринимательская деятельность всегда связана с риском, а инвестиции как важнейшая составляющая успешности этой деятельности особенно. Риск здесь заключается не только в том, что неизвестны результаты инвестиций, но и в том, что неиз-

вестны даже затраты: очень часто возникают ситуации, требующие дополнительных вложений. Классификаций видов инвестиционных рисков много, мы рассмотрим наиболее часто встречающиеся риски.

По объекту инвестирования выделяют финансовые и производственные риски. Деление идет в зависимости от сферы вложения капитала. Инвестиции, связанные с вложениями в финансовые активы (ценные бумаги, валюту и проч.) подвержены **финансовому риску**. Уровень финансового риска определяется показателями устойчивости эмитента, его платежеспособностью и возможностью банкротства. В случаях использования займов и кредитов как средства приращения капитала возникает разновидность финансового риска — кредитный риск. Он подразделяется на две составляющие: риск недополучения процентных выплат и риск невозврата ссуды. В любом случае уровень этих рисков определяется общим экономическим и финансовым состоянием заемщика.

Вторая группа рисков — **производственные риски**. Так, например, инвестиции в реконструкцию производства могут не дать желаемых результатов, если нарушены сроки введения в строй обновленных производственных мощностей, если некачественно выполнен монтаж оборудования и проч. Потери от этих рисков могут быть различны. Под воздействием изменения собственной доходности, которая возникает вследствие ошибок при планировании, или изменения относительной доходности финансового рынка под воздействием различных факторов возникает риск снижения доходности инвестиций по сравнению с планируемой.

Внешние факторы могут вызвать к жизни еще один инвестиционный риск — **риск упущенных возможностей**. Изменившаяся ситуация на рынке может сделать планируемые инвестиции менее эффективными по сравнению с другими возможными вложениями капитала. Решение об инвестициях всегда принимается в какой-то конкретный момент, и из всех возможных вариантов выбирается наиболее эффективный. Но в ходе осуществ-

вления вложений оказывается, что изменившиеся внутренние или внешние обстоятельства создали новые условия на рынке и возникают более эффективные варианты вложений. Но эти варианты оказываются для инвестора недостижимыми, так как в осуществляемый проект уже вложены значительные средства.

В ходе осуществления проекта всегда возможен **риск прямых финансовых потерь**. Он возникает вследствие недополучения прибыли (а иногда и вообще при ее отсутствии) или прямых потерь при возникновении непредвиденных расходов, т.е. когда доходы и расходы не соответствуют планируемым. Причинами возникновения такого риска могут быть как внешние (увеличение стоимости материалов, снижение спроса на выпускаемую продукцию), так и внутренние факторы (плохая организация работ).

Все три вида производственных рисков, как правило, действуют одновременно. Это вызвано тем, что прямые финансовые потери неизбежно вызывают снижение доходности, так же как возникновение альтернативных, более выгодных вариантов инвестирования ведет к снижению относительной доходности проекта. Причем в данном случае действуют как прямые, так и обратные взаимосвязи.

Инвестиционные риски можно классифицировать и **в зависимости от уровня экономической системы**, благо она определяет специфические условия функционирования, которые нетипичны для других уровней. В связи с этим выделяют **микроэкономические риски**, т.е. риски, которые могут возникать у одного отдельного субъекта экономики, риски на уровне отдельных отраслей или сфер деятельности (**мезоэкономические**), риски экономической системы (**макроэкономические**) и **мегаэкономические риски**, т.е. риски на уровне мирового хозяйства. Это не означает, что риски охватывают всю сферу деятельности, они касаются только инвестиций, а возникают под воздействием особенностей функционирования данного экономического уровня.

На макроэкономическом уровне возможно несколько ситуаций, а зависимости от которых возникают специфические ин-

фляционные риски. Прежде всего, это **инфляционный риск**, когда у инвестора возникают дополнительные трудности под воздействием изменения уровня инфляции. Под воздействием роста цен растут затраты на осуществление инвестиционного проекта, кредит становится недоступен, накапливаются задолженности по неплатежам, меняется налогообложение и проч., т.е. все последствия инфляции носят негативный характер, и снижается возможность эффективного использования средств. **Валютный риск**, возникающий вследствие изменения валютных курсов, приводит к нежелательному изменению цен на производимую продукцию, изменению стоимости импортных факторов производства. Наиболее часто этот риск возникает у предпринимателей, занимающихся внешнеэкономической деятельностью. С нарастанием кризисных явлений в экономике возникает **депрессивный риск**, вызванный экономическим спадом и депрессией. В этом случае больше всего страдают отрасли, выпускающие средства производства и товары длительного пользования. Но в то же время этот период оптимален для начала инвестиций, так как стоимость заимствованных средств бывает наиболее низкой.

Постоянное совершенствование структуры национального хозяйства, перелив капиталов из одной отрасли в другую провоцируют **структурный риск**. Наиболее часто он проявляется в финансовых инвестициях, когда под воздействием структурных изменений меняются стоимость ценных бумаг, и ряд финансовых инструментов становятся неэффективными.

К возникновению определенных рисков может привести также изменение налоговой, амортизационной, денежно-кредитной, ценовой политики государства, политики в области формирования доходов населения.

Все риски подразделяются на внешние и внутренние. К **внутренним рискам** чаще всего относят производственные риски, возникновение которых связано с особенностями деятельности отдельного предприятия. **Внешние риски** бывают предсказуемые и непредсказуемые. К **предсказуемым рисковым ситуациям**

я.м относят неожиданные изменения в государственной экономической политике и регулировании экономики. Такие изменения называют постепенно, о них можно догадываться, но когда они произойдут — неизвестно, поэтому определенный риск здесь имеется. К такому же типу рисков относятся и возможные природные катастрофы: каждый год возможны затопления отдельных регионов, ливни, засуха, наконец, просто сильные морозы зимой. Кроме этого, есть сейсмоопасные районы, где возможны землетрясения, лавиноопасные и проч. Но все это можно предугадать.

Помимо этого существуют условия, о возможности которых все знают, но предугадать их невозможно. Это изменения конъюнктуры рынка, изменения валютных курсов, неожиданная инфляция и проч. Они формируют непредсказуемые ситуации.

По возможности страхования существуют риски страхуемые и нестрахуемые. Застраховать можно прямой ущерб от пожаров, наводнений, кражи, повреждения имущества и ряда других факторов, но отдельные возможные условия возникновения рискованных ситуаций не страхуются.

2.2. Измерение инвестиционных рисков

Прежде чем инвестировать свои средства, каждый инвестор пытается определить степень риска этих вложений и на этой основе принять решение об инвестировании. Приступая к этой работе нужно учитывать, что понятие возможного риска субъективно, для каждого инвестора он свой, и разные инвесторы по-разному относятся к возможному риску: одни готовы рисковать, другие — нет. В любом случае практика показала возможные варианты оценки риска для любого инвестора.

Уровень риска оценивается, как правило, по наилучшему возможному варианту, поэтому всегда предполагается возможность прямых потерь. Если эти потери не превышают уровня ожидаемой прибыли, то риск считается допустимым. В этом случае проект становится бесприбыльным, так как вся прибыль уходит

на покрытие убытков. Если потери больше прибыли, но могут быть покрыты за счет ожидаемой выручки, речь идет о критическом риске. Но если размер потерь превысил и эту сумму и приближается к сумме всех вложенных средств — то это уже катастрофический уровень риска. Практика и теоретические расчеты показывают, что допустимый риск находится в рамках примерно 30% от всех финансовых ресурсов, а катастрофический — когда возможные потери составляют 70% собственных средств.

Каждый инвестор принимает решение о вложениях в состоянии неопределенности, так как ему неизвестно, какое состояние экономики будет характерно для будущего периода. Принятие решения возможно, если инвестор обладает следующей информацией:

- прогнозы состояния экономики в будущем периоде;
- набор альтернативных вариантов инвестиций;
- первоначальные затраты для реализации каждого альтернативного варианта.

В этом случае инвестор рассматривает различные возможные последствия наступления различных вариантов состояния экономики, что позволит получить ему разные результаты от инвестиций. Данный анализ проводится по всем альтернативным вариантам инвестиций и выбирается самый пессимистический, что позволяет оценить возможный уровень потерь. В результате инвестор может отказаться от тех проектов, где есть неприемлемый для него уровень потерь.

На следующем этапе необходимо проанализировать риски, которые возможны при осуществлении выбранного проекта. Для этого используются методы количественного и качественного анализа.

Качественный анализ предполагает выявление всех факторов риска, определение этапов и конкретных работ, на которых этот риск может возникнуть. Методика оценки при этом в основном носит описательный характер.

Общеизвестно, что на все процессы в экономике влияют две группы факторов: объективные и субъективные. Возникновение

и усиление рисков не является в данном случае исключением. Поэтому необходимо выделить прежде всего все объективные факторы, не зависящие от самого инвестора. К таким факторам относятся инфляция, конкуренция, политическая и экономическая напряженность в стране, растущие экологические проблемы, социальный климат и проч. К субъективным факторам относятся характеристики самого инвестора, которым чаще всего выступает какая-либо фирма: его производственный и финансовый потенциал, уровень организации и производительности труда, производственные связи и т.п. Все факторы анализируются, описываются, выявляется их роль в возникновении различных рисков, влияние на инвестиции. Обязательным условием результативности такого анализа должно стать определение противодействующих факторов и предлагаемые мероприятия по снижению возможных рисков.

В качественном анализе используются методы анализа уместности затрат и метод аналогий.

Метод анализа уместности затрат помогает выявлению возможных зон риска. Например, перерасход затрат по сравнению с планируемыми может быть вызван действием одного из четырех определяющих факторов. Это происходит при неправильной оценке первоначальной стоимости работ, изменении границ проектирования, недостаточной производительности труда по сравнению с проектной или удорожанием реализации. Каждый из этих факторов начинает действовать на определенной стадии финансирования проекта и при наличии неблагоприятных явлений, свидетельствующих о возрастании риска, инвестор может прекратить вложения.

При использовании *метода аналогий* учитываются последствия неблагоприятных факторов при реализации подобных проектов, что позволяет инвестору более обоснованно принять решение. Сведения о таких последствиях в развитой рыночной экономике собирают и публикуют страховые компании. Российский страховой бизнес развит еще недостаточно, и многие функции, в том числе и эту, пока выполнять не может.

Наиболее важным и сложным в процессе анализа является количественное определение величины риска. Наиболее часто используют статистический метод подсчета риска. Для этого анализируют статистику потерь и доходов на аналогичных производствах и устанавливают величину и частотность определенной отдачи, прогнозируя будущие ситуации. Для использования такого анализа необходим большой массив данных за длительный период. Так как возникновение риска связано с некоторыми случайными событиями, которые нельзя предсказать, анализ большого числа данных позволяет выявить частоту повторения таких событий и их последствия. После этого можно предугадать вероятность наступления событий и возможные потери.

Такой прогноз можно составить и на основе метода аналогий, когда анализируются статистическая база возникновения потерь по аналогичным проектам. Чаще всего этот метод используется в строительстве.

При отсутствии необходимой статистической базы для анализа используется метод экспертных оценок. В этом случае специалист (эксперт) на основе своего опыта оценивает возможность наступления рискованных ситуаций и приблизительно может определить возможные потери от этого риска. Чаще всего эксперты определяют наиболее вероятные потери и показывают возможность наступления допустимого, критического и катастрофического рисков.

Нередко на практике комбинируют экспертные и статистические методы. В любом случае, определив уровень возможного риска, нужно разработать комплекс мер, уменьшающий величину этого риска.

2.3. Способы снижения степени риска

Учет рисков в инвестиционной деятельности во многом зависит от отношения инвестора к риску. Инвестор может просто игнорировать риск, считая его незначительным или малозна-

чимым для данного проекта. Это может делаться сознательно или в случае, когда риск неправильно оценен и занижен. В случаях, когда расчеты показали, что риск слишком велик, инвестор просто предпочитает избежать данного риска и отказывается от осуществления проекта.

Решение отказаться от реализации проекта практически не дает возможности говорить об инвестиционном риске, но в противном случае принятие риска предполагает изыскание возможности покрытия будущих убытков за счет собственных средств или определение путей снижения воздействия риска на результаты инвестиционной деятельности.

Для покрытия возможных убытков необходимо **формирование специальных страховых и резервных фондов**. Это один из наиболее распространенных способов снижения риска. Для обеспечения стабильности устанавливается соотношение между потенциальными потерями и размерами расходов по их компенсации. Практика инвестирования показывает, что допустимо увеличивать стоимость проектов за счет этих фондов на 7–12%. Прежде всего эти средства используются на так называемые потери от форс-мажорных обстоятельств. Кроме того, предусматриваются специальные фонды для погашения безнадежной дебиторской задолженности, поддержания оптимального уровня материальных запасов, нормативного остатка денежных средств и проч.

Специфической формой принятия риска является его **провоцирование**. Как правило, оно возможно при финансовых инвестициях в высокорисковые ценные бумаги или при венчурном финансировании. В этих случаях увеличение риска может привести к дополнительной прибыли, что толкает инвестора на сознательное увеличение степени риска.

Специальной мерой может служить попытка исключить риск, **предотвратить ущерб**. Чаще всего это возможно при ожидании производственных рисков. В этом случае своевременное качественное обслуживание производственного оборудования, согласование с поставщиками графика четкой поставки сырья и

материалов позволяет избежать сбоев, а следовательно, убытков. Но нередко такие меры требуют дополнительных затрат, и иногда их величина оказывается настолько велика, что приходится искать другие меры.

Снижение риска — это разработка комплекса специальных мероприятий, позволяющих не избежать, но уменьшить возможный риск. Важным моментом в такой работе является **диверсификация**. При выборе определенного решения, связанного с реализацией проекта необходимо учитывать эффективность других видов деятельности, возможно, и не связанных с проектом. Необходимо планировать инвестиции не только в данный проект, но и в другие виды работ, что позволит за счет других вложений поддерживать среднюю эффективность инвестируемых средств на приемлемом уровне. Особое значение принцип диверсификации приобретает при финансовых инвестициях. В этом случае просто необходимо формировать такой портфель ценных бумаг, который поможет обеспечить стабильную среднюю прибыль, а следовательно, укрепит надежность бизнеса, устойчивость фирмы и позволит в будущий период продолжать инвестиционную деятельность.

Для уменьшения потерь от риска используется и такой способ, как **распределение риска**. В этом случае часть риска передается партнерам, участвующим на отдельных этапах реализации проекта. Для реализации этого принципа необходимо привлечение к осуществлению проекта отдельных специализированных производителей, имеющих большой опыт работы в определенных сферах деятельности (транспортные, проектные, дизайнерские организации и проч.).

Большое значение для реализации этого принципа имеет передача части рисков подрядчику, осуществляющему строительно-монтажные работы. В этом случае большинство убытков, связанных с некачественным выполнением работ, нарушением сроков, хищением переданных материалов и др. восполняется за счет подрядчиков. Они же выплачивают возможные штрафы и неустойки.

Традиционным способом управления рисками является **страхование**, т.е. передача определенных рисков страховой компании. В инвестиционной деятельности страхование является ограниченным, так как не вписывается в общие принципы работы страховщиков. Для того чтобы они принимали риск к страхованию, он должен быть массовым. Это предполагает, что рисковое событие возникает у большого количества инвесторов и вероятность его наступления велика. Причем у каждого инвестора возникновение этого события никак не связано с появлением его у другого.

Страховая фирма берется за эту работу, так как имеет дело не с одним страхователем, а со многими. Практически все функционирующие фирмы осуществляют инвестиции, и вероятность возникновения страхового случая в одной из них, конечно, существует. Но так как это событие не повлечет за собой таких случаев в других фирмах, оно будет единичным, и по нему может быть выплачен ущерб. Это возможно, потому что страховые полисы купили все фирмы и деньги у страховщиков есть, т.е. большое количество застрахованных диверсифицирует риск страховой компании.

Но страхование как способ управления рисками инвестиций имеет ряд **отрицательных моментов**. Как показывает практика, размер страховой премии, которую выплачивает страхователь, может быть выше средних возможных потерь, если рискованный случай произойдет. Это происходит вследствие того, что в страховую премию включаются затраты страховщика на покрытие его административных расходов и получаемую прибыль. Эти суммы часто снижают эффективность инвестиционных проектов, и далеко не все инвесторы пользуются этим методом.

Второй негативный момент заключается в том, что полностью инвестиционные проекты не страхуются, страхуют, как правило, лишь отдельные рискованные ситуации, связанные с этими проектами: здания, сооружения, персонал, некоторые экстремальные ситуации. Одна из причин этого в том, что в России страховая система еще недостаточно развита. В настоящее вре-

мя в России страхуется около 300 различных рисков, а в развитых странах страховщики обслуживают более 5000 рисков. И, конечно, нет специалистов необходимой квалификации, которые могли бы заниматься этой работой.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое инвестиционный риск и почему он возникает?
2. Какими могут быть инвестиционные риски?
3. Что такое качественный анализ инвестиционного риска?
4. Каковы способы снижения инвестиционных рисков?

Глава 3. ИСТОЧНИКИ И МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

3.1. Источники финансирования инвестиций: понятия и классификация

Наиболее важной проблемой реализации инвестиционных проектов является их финансирование. **Финансирование** — это расходование денежных средств на приобретение элементов, необходимых для осуществления инвестиционного проекта. Эти средства можно взять из разных источников: бюджетное финансирование, использование собственных средств предприятий, кредитных ресурсов, привлеченных средств (населения и отдельных фирм) и проч. От того, какие источники будут избраны, зависит не только эффективность инвестиционной деятельности, но и будущая жизнеспособность инвестора, его финансовая устойчивость.

Финансирование инвестиций предполагает **решение двух задач**. С одной стороны, необходимо обеспечить своевременные денежные поступления, которые необходимы для последовательной реализации всех этапов проекта. В процессе их поступлений должна решаться и вторая задача — осуществление контроля за целевым использованием поступающих ресурсов, обеспечение их эффективности. Причем необходимо отметить, что финансирование предполагает привлечение не только денежных средств, но и других ценностей: основных и оборотных фондов, имущественных прав, нематериальных активов и проч.

Прежде чем определять конкретные источники финансирования, необходимо для каждого проекта составить **финансо-**

вый план. Потребность в финансовых и иных ресурсах во многом зависит от состава инвесторов. Поэтому при составлении плана финансирования необходимо определить круг инвесторов и убедиться в заинтересованности каждого из них в реализации проекта. В то же время все инвесторы должны понимать, что инвестирование всегда связано с риском, поэтому общий риск необходимо распределить на всех инвесторов, и довести до каждого уровень возлагаемого на него риска. Одновременно каждый инвестор может иметь определенные налоговые преимущества, что также должно учитываться при составлении финансового плана.

При составлении плана необходимо учитывать не один, а несколько реальных альтернативных источников финансирования, определить стоимость привлекаемых ресурсов по каждому источнику и указать сроки погашения задолженностей. Составление такого плана помогает избежать риска создания условий, мешающих выполнению проекта, заранее определить все отношения с налоговыми органами, избежать риска неуплаты задолженностей и невозможности завершить строительство. В заключение составляются графики поступления финансовых ресурсов, капитальных затрат, погашения задолженностей и подписываются соглашения между участниками проекта и инвесторами на выполнение определенных работ.

Чаще всего, рассматривая источники финансирования, выделяют финансирование из бюджета (централизованное) и внебюджетное (децентрализованное), внутреннее и внешнее, собственное и заемное. При этом немаловажно выделить особенности финансирования на микро- и макроуровнях.

На макроуровне к внутренним источникам финансирования относят средства государственного бюджета, сбережения населения, фонды накопления организаций и предприятий, средства инвестиционных фондов и компаний, негосударственных фондов страховых фирм и проч. В свою очередь, они подразделяются на **централизованные и децентрализованные источники**. К централизованным источникам относятся средства федераль-

ного бюджета, бюджета субъектов Федерации, муниципальных бюджетов и средства внебюджетных фондов (фондов социального страхования, пенсионного и проч.). Для этого ежегодно принимаются законы и правовые акты местного самоуправления о распределении средств из этих источников. Все остальные источники относятся к нецентрализованным, а вместе с централизованными они формируют **внутренние источники**.

Внешними источниками выступают иностранные инвестиции, иностранные кредиты и займы. Все чаще значительную роль во многих странах начинают играть репатрируемые капиталы. Особое значение этот источник приобретает для России. За годы реформирования экономики ежегодно за границу уходили миллионы долларов: по самым скромным оценкам 20–25 млн долл. ежегодно, поэтому за границей скопились громадные капиталы. Конечно, в основном они вложены в недвижимость, но и свободных денежных средств достаточно. Эти средства могут вернуться в Россию в виде капитальных вложений. В принципе, процесс уже начался, а активизировать его можно за счет **налоговой амнистии**, предоставив льготную ставку налогообложения при зачислении на счета национальных банков возвращающимся капиталам. Мировая практика подтвердила эффективность этой меры. Благодаря амнистии в 2002 г. в Италию вернулось около 55 млн долл., Казахстан в 2001 г. вернул в течение месяца 480 млн долл.

Финансирование инвестиций из иностранных источников осуществляется за счет вложений международных организаций, отдельных государств и частных средств нерезидентов. Среди международных организаций наиболее активны Международный банк реконструкции и развития и Европейский банк реконструкции и развития. Иностранные государства вкладывают средства в том случае, если они обладают зарубежной собственностью или арендой, и в этом случае они направляют средства в основном в развитие инфраструктуры. Но наиболее часто используются средства отдельных субъектов зарубежных стран — физических и юридических лиц.

На микроуровне собственными считаются те средства предприятий, которые не подлежат возврату. Они формируются за счет нераспределенной прибыли, амортизационных отчислений и средств собственников этого предприятия. Недостающий для инвестиций объем денежных средств формируется в основном за счет **внешних источников**: кредитов и займов, эмиссии и размещения собственных ценных бумаг. Могут быть использованы также возможности бюджетного финансирования и другие привлеченные средства. Причем выпуск акций и их продажа дают предприятию средства, которые превращаются в собственные.

Основой собственных средств является капитал предприятия, представленный его уставным фондом. **Уставный фонд** формируется в процессе создания предприятия за счет средств его учредителей. На этот период он является основным и единственным источником инвестиций этого предприятия. Величина этого фонда объявляется при создании фирмы, в дальнейшем этот фонд определяет минимальный размер имущества предприятия и служит гарантией для его кредиторов. В процессе функционирования предприятия величина уставного фонда может увеличиваться в основном за счет дополнительной эмиссии акций или приема нового крупного участника, вкладывающего значительную сумму в уставный фонд.

Источником средств предприятий для инвестиций может служить и **добавочный капитал**, т.е. сумма капитала, отражающего прирост стоимости внеоборотных активов в результате переоценки основных фондов и других материальных ценностей. Периодическая переоценка проводится в целях приведения балансовой стоимости основных фондов к современным ценам и создания предприятиям стимулов для активного обновления фондов. В состав добавочного капитала входит также и эмиссионный доход, т.е. сумма превышения фактических цен размещения акций над их номинальной стоимостью.

Резервный капитал может создаваться на предприятии, если его создание предусмотрено в учредительных документах или определено законодательными актами. В обязательном

порядке такие резервные фонды создаются в открытых акционерных обществах или на предприятиях с иностранным капиталом. Согласно Федеральному закону “Об акционерных обществах” их величина должна быть не менее 5% от уставного капитала. Расходование средств этих фондов возможно по решению собрания акционеров на покрытие убытков предприятия, на погашение облигаций общества и на выкуп собственных акций, если других средств у предприятия нет.

Главный источник, который может быть использован предприятием на инвестиции, — это его **прибыль**. После ее получения, выплаты налогов и обязательных платежей остается чистая прибыль, которая по решению общего собрания акционеров может быть использована на выплату дивидендов, формирование различных фондов, на инвестиции, покрытие убытков прошлых лет и т.д. Та часть прибыли, которая направляется на инвестиции, аккумулируется в фонде накопления (или фонде развития).

Определение доли прибыли, которая должна пойти на инвестиции, во многом зависит от политики собственников предприятия, от тех целей, которые они преследуют. Вообще прибыль всегда рассматривается как главный источник расширенного воспроизводства, она всегда обеспечивает связь финансирования инвестиций с будущими результатами функционирования производства, с его будущими доходами.

Размер средств, выделяемых из прибыли на инвестирование, во многом зависит от величины полученной прибыли. Так как прибыль есть разница между валовым доходом (выручкой) и затратами (себестоимостью), то соответствующее увеличение выручки и уменьшение себестоимости ведут к росту прибыли. В связи с этим, все факторы, которые влияют на величину себестоимости и величину валового дохода, в конечном счете могут повлиять и на величину инвестиций. Кроме того, чистая прибыль, из которой формируется фонд накопления, зависит еще и от размера налоговых платежей. В настоящее время фактором, увеличивающим объем прибыли как источника финансирования инвестиций, стал **инвестиционный налоговый кредит**. Благода-

ря ему предприятие имеет возможность в течение определенного срока увеличивать финансирование инвестиций, уменьшая свои платежи по налогам с последующей их поэтапной уплатой и начислением процентов.

Важным собственным источником, позволяющим увеличивать финансирование инвестиций, служит использование на эти цели амортизационных отчислений. **Амортизационные отчисления** — это перенос части стоимости основного капитала на стоимость вновь создаваемого товара. Эти суммы возвращаются к производителю после реализации продукта и предназначены для простого воспроизводства основного капитала. Но в условиях научно-технического прогресса простое воспроизводство не может обеспечить производителю стабильность на рынке и высокие доходы, для этого нужно постоянно совершенствовать техническую базу. В связи с этим средства амортизационных фондов используются для проведения модернизации оборудования, реконструкции производства, внедрения новых технологий, т.е. эти средства обслуживают реализацию многих инвестиционных проектов.

В России использование амортизационных отчислений на инвестирование происходит пока недостаточно активно, что снижает эффективность инвестиций, благо использование собственных средств всегда более выгодно для предприятия, чем заемных. Но мешают лучшему использованию амортизационных отчислений два момента. Первый — это длительный срок амортизации основного капитала, в основном это сроки от 5–7 до 15–20 лет. Поэтому, чтобы собрать нужные суммы, необходим достаточно большой период времени. А в это время, что характерно для России, удерживаются достаточно высокие темпы инфляции, и перечисленные в амортизационные фонды средства постоянно обесцениваются. Поэтому теряется смысл в накоплении больших средств, все перечисленные отчисления в течение года необходимо быстро истратить, пока они не обесценились. Поэтому в финансировании инвестиций доля амортизационных отчислений весьма незначительна, в то время как в раз-

витых странах примерно 70–80% финансирования инвестиций происходит за счет амортизационных отчислений.

Сейчас в России разрешено использовать нелинейные методы начисления амортизации, когда большую часть стоимости основных средств (до 60–75%) можно амортизировать в течение первой половины срока их использования. Это позволяет сократить потери от недовозмещения основного капитала в случае замены основных фондов при моральном износе и, соответственно, увеличивать долю вложений амортизационных отчислений в инвестиции. Одновременно необходимо усилить контроль за целевым использованием амортизационных фондов, не допускать их расходования на другие цели, не свойственные экономической природе амортизации. Предприятию необходимо разрабатывать и проводить в жизнь амортизационную политику, предусматривающую задачи расширенного воспроизводства основного капитала, совершенствование методов исчисления амортизации, выбор приоритетных направлений использования амортизационных фондов.

Использование собственных средств для финансирования инвестиций имеет достаточно серьезные **преимущества**. Прежде всего, эти средства собственник предприятия может сам направить на инвестиции, не согласовывая свое решение с другими хозяйствующими субъектами и вышестоящими организациями. Суммы, которыми располагает предприятие, будут увеличиваться, так как при использовании собственных средств часть прибыли, которую нужно было бы отдать кредиторам за пользование их капиталами, остается в распоряжении предприятия-инвестора. Эти моменты обеспечивают финансовую устойчивость предприятия, его платежеспособность, стабильное положение на рынке и снижение риска неплатежей и банкротства.

Но как любое явление использование собственных средств для инвестирования имеет и **отрицательные стороны**. Прежде всего, эти средства ограничены, и поэтому в периоды благоприятной рыночной конъюнктуры предприятие не сможет вкладывать большие суммы в развитие, а следовательно, дальнейшее

совершенствование производства окажется под угрозой. Так как при финансировании инвестиций средства могут отвлекаться от покрытия других экономических нужд предприятия, то их стоимость по сравнению с альтернативными заемными средствами оказывается выше. Поэтому практически всегда предприятию приходится пользоваться заемными средствами, чтобы обеспечить эффективность инвестиций, а главное — провести в жизнь серьезный инвестиционный проект, позволяющий предприятию укрепить свое экономическое и финансовое положение.

Заемные средства — это денежные ресурсы, полученные на определенный срок и подлежащие возврату обычно с уплатой оговоренных процентов, хотя возможны и другие условия возврата займа. Они включают в себя различные виды кредитов, а также средства, полученные в результате выпуска облигаций и других долговых обязательств предприятия. В нормальных условиях функционирования рыночной экономики заемные средства оказываются более дешевым источником финансирования инвестиций, так как проценты по кредитам и займам обычно всегда меньше, чем уровень рентабельности производства, что делает более выгодным использование на нужды производства собственных средств, а на инвестиции — заемных.

Для финансирования инвестиций используются различные формы кредита: коммерческий, банковский, кредит и займы из бюджетных источников. **Коммерческий кредит** — это товарный кредит, предполагающий отсрочку платежа за поставленные для нужд инвестиционного процесса материальные и иные ценности. **Банковский кредит** предполагает получение в пользование сумм, необходимых для инвестиционной деятельности. Он может быть получен в банковских организациях на особо оговоренных условиях. В отдельных случаях, когда развитие предприятия решает общенациональные задачи и способствует развитию всей экономики страны, инвестору предоставляется **кредит из бюджетов** различного уровня. Такие кредиты обычно даются на удовлетворение первостепенных потребностей социальной сферы и развитие производственной инфраструктуры.

Одним из способов получения заемных средств является выпуск корпоративных облигаций. Этим способом в инвестиции привлекаются временно свободные средства населения и других субъектов рыночной экономики. Срок действия таких облигаций должен быть несколько больше, чем предполагаемый срок реализации инвестиций, чтобы средства на погашение этого займа можно было получить из доходов от использования реализованных инвестиций. Для размещения таких займов нужно, чтобы они были привлекательны для потенциальных инвесторов. Для этого необходимо сформировать такие условия, которые были бы для них достаточно выгодными и обеспечивали ликвидность облигаций на рынке ценных бумаг.

Привлечение инвестиционных средств посредством выпуска облигаций позволяет предприятию использовать денежные ресурсы мелких инвесторов, которые практически не вмешиваются в деятельность предприятия и не мешают ему реализовать свои цели, работать на определенных принципах. Кроме того, процентная ставка, которую получают эти инвесторы, фиксирована и меньше ставки банковского кредита. Это позволяет предприятиям точнее прогнозировать свои доходы и расходы, уменьшает риск возникновения критических ситуаций. Недостатком с точки зрения этого ресурса является система регламентации эмиссии облигаций со стороны органов управления рынком ценных бумаг и практическое отсутствие вторичного рынка облигаций.

И все же в совокупности внешние источники имеют большое преимущество: они значительно увеличивают возможности инвестирования на предприятии через привлечение дополнительных средств, особенно если предприятие обладает хорошей репутацией, может обеспечить залог или представить влиятельных поручителей. Но чаще всего привлечение заемных средств — это длительный и достаточно сложный процесс. При использовании заемных средств резко возрастает риск неплатежеспособности и банкротства предприятия, вследствие чего возможны варианты, когда инвестор может потерять свою соб-

ственность, и с увеличением удельного веса заемных средств в инвестиционных расходах этот риск возрастает.

При использовании заемных источников финансирования инвестиций уменьшается масса прибыли, остающаяся в распоряжении предприятия, так как из прибыли выплачиваются проценты за кредит и все прочие связанные с кредитом платежи. В отдельных случаях при заключении долгосрочных договоров на кредитование они становятся невыгодными, когда снижается ставка процента на кредитном рынке, а инвестор должен по-прежнему брать кредиты под ранее оговоренную высокую ставку.

И наконец, заемные средства всегда надо возвращать, и поэтому основная часть дохода, полученная от реализации инвестиционных проектов, будет уходить на выплату долгов.

У предприятия-инвестора есть еще одна возможность привлечения средств, которые могут превратиться в собственные средства предприятия, — это формирование так называемых привлеченных средств. Они также имеют несколько источников.

Широко используется для этих целей дополнительный выпуск акций. Дополнительная эмиссия акций позволяет привлечь акционерному обществу дополнительный капитал. Размещается новый выпуск как среди старых, так и среди новых акционеров. Преимущественное право покупки имеют функционирующие акционеры пропорционально тому пакету акций, которым они обладают. Это позволяет поддерживать определенную структуру акционерного общества, а отдельному акционеру сохранять свою долю в капитале, контролируя при необходимости работу акционерного общества. Если средств действующих акционеров не хватает, акции продаются сторонним покупателям. В этом случае деньги, вырученные от продажи акций, становятся собственным капиталом компании и могут быть израсходованы на инвестиции.

Основным преимуществом такого способа финансирования инвестиций является меньшая степень риска, чем при использовании заемных средств. Общая сумма долговых обяза-

тельств компании не меняется, привлечение дополнительных средств не требует каких-либо гарантий или залогов. Причем нужно еще иметь в виду, что в этом случае нет никаких обязательств по возврату капитала, а выплата дивидендов не гарантирована компанией. Поэтому если нет прибыли, можно не выплачивать дивиденды, и даже при наличии прибыли размер дивидендов может быть минимальным, или при условии принятия решения собранием акционеров они какой-то срок могут даже не выплачиваться.

В то же время у этого способа есть и недостатки. Эмиссия и размещение акций всегда требуют дополнительных транзакционных затрат, которые могут быть достаточно высоки. При продаже значительного количества акций новым акционерам существует риск утраты контроля над капиталом компании, и, конечно, вся эта деятельность по дополнительной эмиссии возможна только в рамках, определенных органами управления рынка ценных бумаг.

В отдельных случаях возможно привлечение средств со стороны на безвозмездной основе. Таких источников может быть несколько. Прежде всего, это, конечно, бюджетные средства. Они могут быть доступны при инвестициях в сферы производства, имеющие общенациональное значение. Но эти отрасли требуют больших капитальных затрат, которые часто не в состоянии осуществить представители частного бизнеса. Кроме того, эти вложения малопривлекательны в силу высокого риска и отдаленной экономической отдачи. В связи с этим практически во всем мире из бюджетных средств финансируются инвестиции в развитие социальной и производственной инфраструктур, в создание новых прогрессивных предприятий, определяющих научно-технический прогресс в национальной экономике или совершенствующих структуру национального хозяйства. Осуществляя эти вложения, государство стимулирует экономический рост и воздействует на хозяйственную конъюнктуру в стране.

Средства, выделяемые из бюджета, предназначены для объектов, включенных в федеральную целевую программу. При

выборе этих объектов учитываются социальные приоритеты и значимость объекта для развития национального хозяйства. Большое значение для выбора объектов стало введение частичного бюджетного финансирования и проведение конкурсов среди остальных инвесторов. Программа бюджетного финансирования разрабатывается и принимается в обстановке гласности, она обязательно должна быть опубликована в открытой печати, так же как и отчет о ее выполнении. Выделенные средства носят строго целевой характер, их использование контролируется государством.

Практика показала, что до 70% инвестиционных ресурсов федерального бюджета могут быть использованы на социальное развитие, на поддержку здравоохранения, науки и культуры, около 10% тратится на объекты производственной инфраструктуры (строительство дорог, портов, объектов связи, энергетических предприятий и проч.). Оставшиеся средства используются на стимулирование частных инвестиций, как национальных, так и иностранных, вкладываемых в развитие производственной сферы.

В соответствии с Федеральным законом от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ “Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений” бюджетное финансирование возможно в двух формах: прямое, безвозвратное финансирование и в форме бюджетных кредитов и государственных гарантий.

Бюджетный кредит предоставляется юридическому лицу на основании договора на условиях возмездности и гарантии возврата кредита. Эти гарантии могут даваться банками или под залог имущества в виде акций, ценных бумаг и паев на все 100% предоставляемого кредита. Получить такой кредит имеют право только те юридические лица, которые не имеют задолженности по ранее предоставленным бюджетным кредитам. Получатель кредита обязан выплачивать проценты и вернуть кредит в установленные сроки и по первому требованию предоставлять информацию об использовании полученных средств контроли-

рующим органам. Все платежи по этому кредиту приравняются платежам в бюджет.

Государственные гарантии не должны охватывать все 100% риска и возможны при предоставлении инвестором встречных гарантийных обязательств, в том числе и залогов.

Инвестиционный налоговый кредит позволяет налогоплательщику уменьшить суммы необходимых налогов в течение определенного срока, а затем возместить эти суммы с выплатой определенного процента. Такой кредит может быть предоставлен по налогу на прибыль, а также по региональным и местным налогам на срок от одного года до пяти лет. Недоплаченные по сбору налогов суммы и будут составлять сумму кредита, на которую начисляются соответствующие проценты. Они платятся по ставке в пределах от 0,5 до 0,75 ставки рефинансирования Центрального банка РФ. Действие договора о таком кредите может быть прекращено, если заемщик досрочно выплатил всю полученную сумму кредита и причитающиеся проценты.

В будущем предполагается отказ от использования средств государственного бюджета для кредитования предприятий и предоставления им финансовых гарантий вследствие передачи этих функций специализированным агентствам, страховым компаниям и банкам с государственным участием.

Возможны и другие источники получения средств для инвестиций на безвозмездной основе. Если предприятие является составным звеном финансово-промышленной компании или другой формы объединения предприятий, то она может получить средства на инвестиции в целях развития из централизованных фондов этого объединения. Возможны выделения средств и из централизованных внебюджетных фондов. Так, Пенсионный фонд может финансировать создание объектов для пенсионеров. Используются для финансирования и благотворительные фонды, и пожертвования частных лиц.

Как видно из предыдущего, источников финансирования инвестиций достаточно много, поэтому при выборе конкретного источника необходимо руководствоваться четкими принципа-

ми. Прежде всего необходимо учитывать особенности производственной деятельности предприятия и его размеры. Как правило, предприятия с высокой долей внеоборотных активов имеют низкий кредитный рейтинг и не могут рассчитывать на большие кредиты. Они могут располагать только собственными источниками инвестиций. Также с трудом получают кредиты и небольшие предприятия, и кроме того, им труднее расплачиваться за пользование кредитами, поэтому они также ориентируются в основном на собственные средства. Бюджетное финансирование, целевые и льготные государственные кредиты могут получать только отдельные, наиболее значимые предприятия, для других они просто недоступны. Необходимо также учитывать уровень налогообложения и колебания ставки за кредит на рынке капиталов. При их изменении также приходится переориентироваться на другие источники.

Для увеличения объемов вложений и активизации инвестиционного процесса государство может использовать политику стимулирования инвестиций. В этом случае используются такие методы, как предоставление инвестиционного налогового кредита, налоговые каникулы, когда предприятие-инвестор на определенный срок освобождается от уплаты какого-либо налога, ускоренная амортизация, инвестиционные скидки на определенные налоги, льготы косвенного налогообложения (снижение таможенных пошлин и др.). Для привлечения иностранного капитала большое значение приобретает создание свободных зон, в которых действует режим льготного налогообложения и другие льготы.

3.2. Методы финансирования инвестиций

Те способы, которыми привлекаются средства для инвестиций, называют методами финансирования инвестиций. Их несколько, но основными считаются самофинансирование, акционирование, долговое финансирование и смешанное.

Наиболее надежным методом финансирования считается полное внутренне **самофинансирование**, т.е. финансирование инвестиций за счет собственных источников. Как уже рассматривалось, основой для формирования этих источников является капитал и прибыль предприятия, а также амортизация и внутрихозяйственные резервы. Самофинансирование считается наиболее надежным способом финансирования инвестиций, позволяющим решать проблему наращивания объемов производства при одновременном увеличении богатства собственников предприятия. Но в долгосрочном периоде возможность и последствия такого финансирования трудно прогнозировать, и всегда ограничен объем инвестиций. Как правило, такое финансирование используется лишь в первые годы функционирования предприятия, когда оно еще не может широко пользоваться банковскими кредитами. В дальнейшем за счет собственных средств осуществляют очень небольшие проекты, а при планировании реконструкции производства или существенного его расширения неизбежно приходится пользоваться заемными средствами. Правда, иногда эту проблему частично можно решить через дополнительную эмиссию акций.

Возможности развития предприятий реализуются, в частности, потому, что в каждой стране существует долговой финансовый рынок, который посредством различных инструментов позволяет привлекать дополнительные средства для инвестирования. Но эти средства нужно возвращать, это заемные средства.

Чаще всего при поиске средств для инвестиций обращаются к **банковскому кредиту**. Возможности использования такого кредита, его объемы и сроки определяются уровнем процента за кредит, величиной процента по депозитам, уровнем инфляции в стране и ожиданиями изменений в экономике.

По срокам кредитования кредиты подразделяются на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 до 5 лет) и долгосрочные (больше 5 лет). Инвестиции на предприятиях чаще всего требуют среднесрочных или долгосрочных кредитов, в то время как банки заинтересованы в скорейшем возврате средств и

с большей охотой дают краткосрочные кредиты. Для того чтобы получить долгосрочный кредит, необходимо представить в банк бухгалтерский баланс на последнюю отчетную дату, отчет о прибылях и убытках и технико-экономическое обоснование проекта, подтверждающее эффективность и окупаемость затрат по кредитуемым мероприятиям.

В настоящее время подтверждение эффективности проекта предоставляется в виде разработанного бизнес-плана со всеми расчетами и обоснованиями. Составление такого плана — достаточно трудоемкий процесс, который оплачивается за счет заемщика из средств так называемого посевного капитала, размер которого может достигать 5–6% запрашиваемой суммы. Представленный бизнес-план анализируется кредитором совместно с заемщиком, так как кредитор может не представлять всей сложности работ и его нужно убедить в разумности проекта. Исходя из этого, гораздо разумнее обращаться за таким кредитом к банкам, работающим с данной отраслью: это гарантирует то, что банк действительно понимает, о чем идет речь и будет рассматривать проект, а не отделается отпиской, и, конечно, сэкономит время на согласование условий договора.

Выдача долгосрочного кредита действительно сопряжена со значительным риском, поэтому кредитование требует адекватного имущественного обеспечения ссуды в виде залога и гарантий третьих лиц. Имущество, отдаваемое в залог, должно быть оценено лицензированными оценщиками, и его стоимость должна превышать сумму кредита. Это связано с тем, что кредитор при выдаче ссуды тоже использует не только собственные, но и взятые в долг суммы, поэтому в экстренных случаях при невыплате долга заемщиком он будет вынужден срочно продать заложенное имущество по ликвидационной цене, которая значительно ниже рыночной.

После оценки возможного риска, оценки платежеспособности заемщика и получения гарантий банк принимает решение о кредитовании и оформляет кредитный договор, в котором оговаривается специальный, достаточно надежный механизм контро-

ля за целевым расходованием полученных кредитных средств. В случае необходимости некоторые условия кредита впоследствии могут быть по договоренности изменены.

Кредиты предоставляются чаще всего в форме ссуды. Срочная ссуда имеет четко обозначенный срок возврата, выплата производится по частям: поквартально, по полугодиям или ежегодно. Погашение кредита в основном может осуществляться равными долями за исключением последнего платежа, который больше всех остальных.

Другая форма предоставления долгосрочного кредита — открытие кредитной линии. Как правило, такие линии открываются для предприятий, которые длительное время сотрудничали с данным банком и доказали надежность и аккуратность при возврате и обслуживании ссуд. Кредитные линии предполагают, что в течение определенного времени (как правило, не более года) заемщик по мере необходимости может пользоваться ссудами банка на конкретные цели, связанные с реализацией проекта. Кредитная линия может быть возобновляемой и невозобновляемой.

Возобновляемая кредитная линия необходима, когда заемщик испытывает постоянную потребность в оборотных средствах, поэтому взяв на эти цели кредит и погасив его, может через какое-то время получить новый кредит. Задолженность изменяется волнообразно, и всегда на ссудном счете есть непогашенный остаток. Для банка есть риск, что этот остаток не будет погашен из-за сокращения объема продаж заемщиком или по другим причинам, но эти потери будут меньшими, чем если бы он взял сразу значительную ссуду. Для сокращения этого риска банк устанавливает несколько большую ставку, чем по обычной ссуде, и требует от заемщика залога.

Невозобновляемый кредит открывается для оплаты ряда поставок в течение определенного времени, и после исчерпания лимита и погашения ссуды кредитные отношения заканчиваются.

Для предприятий, деятельность которых связана с сезонными циклическими колебаниями, возможно открытие сезонной

кредитной линии. У таких предприятий периодически возникает потребность в дополнительных оборотных средствах, которая может удовлетворяться за счет получения кредита. Этот кредит погашается по окончании цикла и реализации продукции.

Российские банки при выдаче кредитов стараются придерживаться определенных условий. Кредиты в первую очередь предоставляются экспортно-ориентированным производствам при условии рентабельности проекта не менее 15%. Проект должен иметь хорошие перспективы получения доходов в иностранной валюте, безопасен для окружающей среды и стимулировать дальнейшее развитие российской экономики. И обязательно собственные средства заемщика должны превышать 30% полной стоимости проекта.

Долгосрочный банковский кредит пока еще не получил в России достаточного развития. Причины кроются в недостаточном развитии самой банковской системы — велико количество небольших банков, у которых иногда просто не хватает средств на такие кредиты. Кроме того, долгосрочный кредит всегда связан с повышенным риском, а система страхования таких рисков тоже слабо развита. В связи с этим банки предпочитают кредитовать посреднические и торгово-закупочные операции, риск по которым минимален, а доходы значительно выше банковских процентов. В свою очередь, предприятия, желающие получить долгосрочный инвестиционный кредит, далеко не всегда могут дать требуемое банком обеспечение такого кредита, что также не способствует развитию инвестиционной деятельности.

Есть еще один способ получения кредита у банка — это кредитование с использованием векселей. Вексель — это ценная бумага, подтверждающая обязательство векселедателя уплатить определенную сумму в предусмотренный векселем срок. При использовании векселей возможны следующие варианты получения кредита. Инвестор может использовать такую операцию, как учет векселей в банке. В этом случае банк покупает векселя с дисконтом и становится полным их владельцем, что позволяет ему через определенное время предъявить векселя

к оплате и вернуть деньги, отданные инвестору. Векселя могут быть не только проданы, но и отданы в залог. В этом случае заемщику оформляется специальный ссудный счет без установления срока или на срок до погашения векселя. В этот период возможно получение кредита в размере 50–90% стоимости переданных векселей.

Альтернативой получению банковского кредита может служить **выпуск облигационного займа**. Преимущества такого долгового финансирования заключаются в том, что они дают большие возможности для осуществления долгосрочного финансирования — банки идут на это не очень охотно. Полученный в распоряжение капитал раздроблен между множеством мелких заемщиков, и в результате каждый из них не может ощутимо вмешаться в деятельность компании. Такие ценные бумаги легко продаются, так как они обеспечены всеми активами предприятия и гарантируют пусть невысокий, но стабильный доход. В отличие от банковских кредитов сроки погашения устанавливаются предприятием-заемщиком, как правило, в день окончания обращения займа, а это может быть и через 10, и через 15 лет, следовательно, выплаты можно производить в сроки, когда вложенные средств уже освоены и дают доходы.

В течение времени осуществления долгосрочного проекта инвестор может выпускать другие займы под проекты более быстрой окупаемости и с меньшим риском, что позволит ему сформировать определенный инвестиционный портфель и оперативно управлять им с учетом меняющейся рыночной конъюнктуры.

Как правило, облигационное заимствование в виде целевых займов, и средства от размещения таких облигаций предназначены на финансирование объявленного инвестиционного проекта. Доля такого финансирования проектов в последнее время растет, так как оно более выгодно для инвестора. Если мы вспомним, что для получения долгосрочного кредита необходимо готовить дорогостоящий бизнес-план, доказывать будущую эффективность, иметь 30% собственных средств и солидное обеспечение кредита, то преимущества будут видны достаточно явно.

Инвестору не нужно тратить большие деньги и время на разработку бизнес-плана, каждому покупателю облигаций не нужно предоставлять имущественное обеспечение — достаточно, что предприятие отвечает за погашение облигаций своим имуществом перед всеми кредиторами.

Есть еще одно преимущество. Допустим, инвестор разместил долгосрочный заем, получил деньги и начал осуществление проекта, но через 1–2 года становится ясно, что осуществить его значительно труднее, чем предполагали, или он не даст ожидаемой отдачи. Начинаются трудности, в результате которых заемщик не может своевременно выплачивать положенные проценты. Держатели облигаций, понимая, что возникают трудности и не желая увеличивать риск, начинают освобождаться от облигаций на вторичном рынке. И инвестор может по меньшей цене, чем первоначальная скупить на этом рынке свои облигации. Если же возникают более серьезные претензии к заказчику, то кредиторам необходимо объединиться и отстаивать свои права. Но это сложно, во-первых, потому, что претензий много, во-вторых, потому что у каждого свой индивидуальный интерес и согласовать их непросто. Все это требует дополнительных усилий, средств и главное — времени. Нужно время, чтобы объединиться, выработать общие требования и подать иски. А за это время заемщик может исправить ситуацию или найти иной выход из положения.

В России объем средств для инвестиций, привлекаемых через займы, в предкризисные годы увеличивался достаточно быстро, причем средняя длительность обращения облигации составляла 2–5 лет и большинство облигаций являлись купонными, т.е. выплаты осуществлялись 2–4 раза в год. Низкий средний срок обращения облигаций определяется тем, что в России практически отсутствуют значительные объемы долгосрочных инвестиционных ресурсов, а у инвесторов непродолжительная кредитная история, они не всегда умеют завоевывать доверие на рынке корпоративных облигаций. К недостаткам такого инвестирования нужно отнести и то, что основными покупателями

облигаций по-прежнему выступают коммерческие банки, роль институциональных инвесторов незначительна.

Нередко при нехватке ресурсов инвестор может использовать **смешанные методы финансирования**, т.е. комбинацию традиционных методов. Одновременно с привлечением кредитных ресурсов осуществляется эмиссия акций, выпускаются облигационные займы. Это позволяет собрать необходимые для финансирования проекта средства. Особенно часто этот метод используют, когда инвестиции вкладываются в инновационные проекты, связанные с повышенным риском, но и обещающие большие перспективы в будущем.

3.3. Стоимость и цена инвестиционных ресурсов

Осуществление финансирования инвестиций возможно из различных источников, но все они дают средства, которые будучи использованы в инвестициях превращаются в капитал. Капитал как фактор производства всегда имеет определенную стоимость, которая должна учитываться при привлечении его в инвестиционную деятельность. Существующая сейчас стоимость капитала в будущем определяет уровень доходности инвестированных средств. Привлечение средств для инвестирования из разных источников требует дополнительных затрат (выплаты дивидендов и процентов и проч.), которые определяют, что будет стоить инвестору этот капитал. Поэтому у капитала из любого источника, предназначенного для финансирования инвестиций, есть **стоимость капитала и цена капитала**, отражающая затраты на привлечение капитала в процентах к общему объему привлекаемых ресурсов.

Необходимость определения цены капитала связана с тем, что деньги как экономический ресурс ограничены и могут быть использованы только на альтернативной основе: если их затратили на финансирование инвестиций, от реализации других целей придется отказаться. Финансирование именно данного про-

екта может считаться оправданным, если вложенный капитал принесет больший доход, чем вложение его в другие проекты с той же степенью риска.

Для определения уровня доходности капитала рассчитывается такой показатель, как **средневзвешенная цена капитала**, т.е. средняя цена, которую платит инвестор за использование капитала, сформированного из различных источников. Каждый из этих источников требует своего уровня дохода, и они учитываются при формировании общего капитала для инвестиций. Но для того чтобы вычислить эту величину, необходимо определить стоимость единицы привлеченного капитала из каждого источника, так как по сути средневзвешенная цена есть сумма цен каждого источника с учетом его доли в совокупном капитале. Формула этого показателя принимает следующий вид:

$$\text{СЦК} = \sum K_i d_i,$$

где СЦК — средневзвешенная цена капитала;

K_i — цена капитала i -го источника;

d_i — удельный вес i -го источника в общей сумме капитала.

Каждый инвестор, отдавая свои средства в пользование, рассчитывает получить определенный доход. Это его **цена** за право пользоваться средствами, и эту цену должно оплатить предприятие, пользующееся его деньгами. Именно эта сумма образует долг предприятия перед инвестором. Кроме того, чтобы получить в свое распоряжение чужие деньги, нужно оформить все документы, связанные с оформлением кредита, эмиссией и размещением ценных бумаг и проч., что тоже требует дополнительных расходов, которые выступают как **плавающие (флотационные) расходы**: для конкретного источника они бывают различны. И наконец, возрастание или уменьшение затрат на инвестируемый капитал из каждого источника будет зависеть от особенностей налогообложения. Поэтому в общем виде **цена капитала из каждого источника** определяется как норма доходности инвестиций, требуемая инвестором, плюс плавающие расходы и минус ставка налогов.

Средства, предназначенные для инвестиций, складываются из собственных ресурсов, привлеченных и заемных капиталов. **Собственные ресурсы** — это прибыль и амортизация, **привлеченные** — эмиссия акций, а **заемные** — различные формы кредитов и эмиссия облигаций. Для того чтобы определить средневзвешенную цену капитала, нужно рассчитать стоимость каждого источника. При расчетах необходимо иметь в виду, что все цены и доходы учитываются в денежных единицах, а ставки прибыли, налогов, платежей за кредит и проч. — в процентах.

Основной собственный источник — прибыль предприятия, причем не вся прибыль, а только ее часть — **нераспределенная прибыль**. Именно из нее финансируются инвестиции. Начиная расчеты, нужно четко понимать, что точное определение цены этого источника в принципе невозможно, но для сравнения эффективности использования нераспределенной прибыли в целях инвестирования с другими источниками этой деятельности необходимо знать хотя бы приблизительную величину этого показателя.

Нераспределенная чистая прибыль всегда выступает как форма компенсации акционерам за передачу своих средств в собственность акционерному обществу. И они должны получить эту сумму в виде дивидендов. На полученные дивиденды акционеры могут купить акции других предприятий или вложить их в другие проекты (недвижимость, земля и проч.) с целью получения дополнительного дохода.

Но эту прибыль можно использовать и на другие цели: не выплачивать дивиденды, а финансировать инвестиции в развитие собственного предприятия. Для принятия такого решения собственники должны быть уверены, что доходы от развития собственного предприятия будут не меньше, чем ожидаемые доходы от вложений в сторонние организации или в другие активы. В данном случае им предстоит выбрать альтернативный вариант — вложить деньги в фирму или вне фирмы. В этом случае **цена источника “нераспределенная прибыль”** может быть

определена как норма доходности обычной акции с учетом увеличения дивидендов от нее, т.е.

$$C_{\text{нп}} = \frac{D_1}{C_0} + g,$$

где $C_{\text{нп}}$ — цена источника “нераспределенная прибыль”;

C_0 — цена обыкновенной акции;

D_1 — дивиденд, получаемый от обыкновенной акции;

g — ожидаемый постоянный прирост дивиденда.

Второй собственный источник финансирования — **амортизация**. Амортизация увеличивает средства, имеющиеся в распоряжении предприятия, но так как она относится на себестоимость продукции, а не к прибыли, то прибыль как бы уменьшается на эту величину. Поэтому цену использования амортизации для целей инвестирования нужно определять с учетом этого уменьшения налогов и с учетом той прибыли, которую ожидают от использования амортизации на инвестиции.

При недостаточности собственного капитала можно его увеличивать путем выпуска акций, как обыкновенных, так и привилегированных, и для предприятия цена этих источников будет различна. Дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются в первую очередь независимо от результатов работы предприятия. Так как выплаты идут из чистой прибыли, которая образуется после уплаты налогов, то учитывать при расчетах налоговые выплаты нет необходимости, но нужно учесть расходы, связанные с выпуском и размещением акций.

Цена источника “обыкновенные акции” также определяется с учетом выплачиваемых дивидендов, затрат на выпуск этих акций и ожидаемого прироста дивидендов. Включение последнего элемента в расчет обязательно по сравнению с расчетом привилегированных акций, так как в обычных акциях это величина переменная и вложение дохода от дополнительного выпуска этих акций в инвестиции предполагает рост прибыли, а соответственно, и дивидендов.

Средства, полученные от продажи акций, превращаются в собственный капитал компании, но есть источники привлечения такого капитала для инвестиций, который необходимо возвращать, а за время пользования уплачивать проценты. Это банковские кредиты и эмиссионные займы.

Цену банковского кредита тоже можно рассчитать. Она будет зависеть от величины уплачиваемых процентов за кредит, затрат на оформление кредита. В большинстве рыночных стран проценты за кредит включаются в себестоимость, поэтому величина налогооблагаемой прибыли сокращается. Этот момент также учитывается при расчете цены банковского кредита.

Помимо кредитов к заемным средствам относятся и средства, вырученные от продажи **облигационного корпоративного займа**. Выпущенные облигации имеют номинальную стоимость, а продаются по цене, которая учитывает затраты, связанные с эмиссией и реализацией облигаций, и при необходимости — продажу на условиях дисконта. С учетом этих факторов можно рассчитать цену заемного капитала, полученного путем эмиссии облигаций.

Предприятию необходимо сравнить результаты и выявить наиболее эффективные источники. Для этого рассчитывают средневзвешенную цену капитала, предназначенного для инвестиций: цену каждого источника умножают на его долю в общем капитале и результаты суммируют.

Показатель средневзвешенной цены характеризует ту норму рентабельности инвестированного капитала, которую должно обеспечить и может получить предприятие, чтобы не уменьшилась его рыночная стоимость.

Вместо средневзвешенной можно рассчитать предельную цену капитала. Предельную цену можно определить исходя из следующих предположений. Начиная инвестиции, предприятие использует самые дешевые источники их финансирования. По мере их истощения и привлечения все большего количества ресурсов цена источников начинает расти. Самая высокая цена последнего используемого источника и будет считаться предель-

ной ценой. Показатели цены отдельного источника используются при выборе оптимального варианта финансирования инвестиций, показатель средневзвешенной цены используется для оценки структуры используемого капитала, отражает минимум возврата капитала и позволяет определить степень риска в хозяйственной деятельности. Кроме того, средневзвешенная цена является важнейшим фактором, определяющим рыночную стоимость бизнеса.

3.4. Роль доходов населения и иностранного капитала в финансировании инвестиций

Большое значение для развития инвестиционной деятельности имеет привлечение к инвестициям средств населения. Как уже отмечалось, любые сбережения являются основой осуществления инвестиций в производство. Всегда темпы развития экономики во многом зависели от соотношения потребления и сбережения, от возможности полностью использовать все имеющиеся сбережения на инвестиции.

Как известно, полученные доходы население расходует на текущее потребление, а оставшаяся часть образует сбережения. Сбережение необходимо для будущего потребления и представляет собой по сути отложенный спрос. Деньги, которые не израсходованы, накапливаются и, как любое сбережение, образуют инвестиционный потенциал государства. Поэтому они могут являться одним из источников инвестиций, обеспечивающих дальнейший экономический рост экономики страны.

В принципе ***весь доход в целом может служить источником финансирования инвестиций.*** Отдавая часть своего дохода за товары и услуги, обеспечивающие текущее потребление, население таким образом увеличивает доходы производителей, в том числе и их прибыль, которая может быть использована на инвестиции. И чем больше размер дохода и, следовательно, размер прибыли, тем больше возможностей для инвестирования, раз-

вития предприятий и в конечном счете для увеличения количества рабочих мест, роста доходов, потребления и сбережения и, соответственно, для будущих инвестиций. Таким образом, **доходы населения включаются в кругооборот денежных ресурсов**, обеспечивая функционирование цепочки взаимосвязей “доход — сбережения — инвестиции”.

В российской экономике в связи с тем, что доходы населения чрезмерно дифференцированы и в среднем значительно ниже, чем в развитых странах, **нормы сбережения относительно низкие**. Но хотя по сравнению с другими странами они ниже, они все-таки есть, и рационально их использовать необходимо. В настоящее время эти средства практически не работают, и привлечение их в национальную экономику должно стать одной из основных задач государства, тем более, что от этого выиграет и население, и государство, и общественное хозяйство.

Население России традиционно сохраняет свои сбережения или **в виде наличных денег дома, или в виде вкладов в банках**, причем и в том, и в другом случаях сбережения осуществляются **как в рублях, так и в иностранной валюте**. Кроме того, население получило возможность вкладывать деньги в **ценные бумаги государства и частных компаний** или осуществлять **различные виды страхования**. В этом процессе **сталкиваются интересы отдельного человека и организаций**, с которыми ему приходится иметь дело. Выбирая ту или иную форму сбережений, человек стремится получить максимум дохода, а организация, с которой он вступает в договорные отношения, получая его деньги, хочет получить максимальную прибыль при оказании услуг размещения доверенной ей суммы и возможном ее использовании. Так как эти услуги платные, то чем больше организация получит в виде платы за услуги, тем ей выгоднее, но на такую же сумму уменьшится доход, получаемый вкладчиком денег. В этих условиях **особую роль играет государство**, которое, с одной стороны, должно защищать интересы инвестора, обеспечивая ему определенный доход и сохранность денег, а с другой — интересы организации, занимающейся этой деятельностью, также га-

рантируя ей доход и сохранность средств в соответствии с действующими правовыми нормами.

До сих пор в России **преобладающей формой хранения сбережений является хранение их дома**. Связано это с недоверием к банковской системе, к государству, которое в чрезвычайных ситуациях может способствовать полной или частичной потере сбережений, как это было неоднократно. Но не надо забывать, что, хотя хранение денег дома дает **основное их преимущество** — высокую ликвидность, есть у этой формы и **серьезные недостатки**. Во-первых, это, по сути, замороженные средства, которые не приносят своим собственникам никакого дохода. А деньги всегда должны работать. Во-вторых, существующая инфляция просто съедает эти сбережения — они постоянно обесцениваются. Конечно, и хранение в банках при нашей системе банковского обслуживания тоже не приносит дополнительного дохода и не всегда сберегает полностью от инфляции, но частично сберечь от инфляции она все-таки может. О каком доходе и защите от инфляции можно говорить, когда даже пенсионные вклады, которые должны быть самыми защищенными, принимали с годовой ставкой 4% при инфляции 9–11%? В-третьих, в условиях достаточно серьезной криминальной ситуации у каждого человека есть вероятность, что он будет ограблен и деньги пропадут или будут просто потеряны. Для государства и отдельных предприятий негативный момент такого хранения заключается в том, что они не получают дополнительных ресурсов для инвестирования.

В современных условиях понятие сбережений получило новое толкование, и сейчас к **сбережениям можно отнести практически весь доход**, получаемый населением. Это связано с развитием безналичного обращения денежных масс. Практически во всех странах оплата труда происходит через банки перечислением на счет клиента, которому выдается банковская карта. По этой карте также безналичным путем оплачиваются все покупки. Естественно, полученные суммы не тратятся на следующий день после поступления, большая их часть остается на счету

клиента, и эти суммы фактически сберегаются и являются источником кредитных ресурсов банка. За счет этих источников можно выдавать краткосрочные, а в некоторых случаях и среднесрочные кредиты. Но с ростом доходов населения увеличивается количество срочных и сберегательных счетов, что дает возможность осуществлять и долгосрочное кредитование. Эта тенденция характерна для большинства стран мира.

В России сложилась **ситуация, которая не позволяет банкам привлечь все свободные средства населения**. Связано это прежде всего с тем, что банки не выполняют свою основную задачу по отношению к сбережениям населения — сохранять доверенные средства и увеличивать их, да ее и нельзя выполнить при норме процента меньшей, чем темп инфляции. Так, в 2008 г. ожидалась инфляция больше 14%, а самый большой процент, который предлагали банки тоже 14%, да и то на вклад, исчисляемый сотнями тысяч рублей. В лучшем случае он был бы защищен от инфляции, но основная часть населения в условиях развивающегося мирового финансового кризиса не понесла свои сбережения в банк. В сегодняшних условиях, когда курс рубля снижается, инфляция растет, соответственно, увеличиваются и цены, реальные доходы снижаются, недоверие к банку и мерам, предпринимаемым правительством, усиливается, об увеличении вкладов в банки не приходится и говорить. Наоборот, вклады изымаются, поэтому о превращении сбережений населения в инвестиции придется пока забыть.

Пойдет на убыль и **другая тенденция**, которая возникла в последние годы — резко сократится количество срочных вкладов на срок более одного года. Чаще всего вклады оформляются на 3 месяца или полгода. Изъятые из банков или вообще не принесенные в банк деньги чаще всего превращаются в валюту, которая позволяет сохранить деньги от обесценивания в процессе инфляции.

Для того чтобы сбережения населения превратились в инвестиционные ресурсы, необходимо **обеспечить привлекательность банковских вкладов для каждого человека**. Государство

должно создать такой механизм работы банковской системы, который завоевал бы доверие населения и позволил использовать имеющиеся в стране свободные средства для целей инвестирования. Для этого необходимо разработать целый **комплекс мер**. Главное, что необходимо — это простой и понятный населению механизм государственных гарантий вкладов, и не только как средство от краха банка, но и от инфляции. Конечно, большое значение будет иметь то, что планка возврата вложенных средств была поднята до 700 000 руб. Но в условиях развивающейся инфляции уже через 2–3 месяца реально это будет 650 000 руб., а потом еще меньше. Стимулом к увеличению вкладов такая ситуация, конечно, не будет.

Большое значение будет иметь еще большее расширение использования **банковских карт** как для оплаты, так и при покупках. Этот процесс начался в крупных городах, но еще далек от совершенства. О чем можно говорить, когда тот же Сбербанк РФ, крупнейший банк, обслуживающий население, во многих филиалах Москвы не принимает платежи со своих банковских карт. Поэтому, чтобы оплатить услугу или сделать покупку, необходимо в банкоматах получать наличные деньги, а потом производить оплату. Но банкомат дает только суммы, кратные 10, поэтому приходится снимать денег больше, чем необходимо для оплаты, а эти лишние деньги в масштабах страны превращаются в существенные суммы, которые остались бы в банковских активах. Магазины, которые принимают банковские карты, тоже исчисляются единицами, и это в Москве, а в других городах ситуация еще хуже. И эффект от использования таких карт резко уменьшается.

Склонность к сбережению у населения возрастает с ростом доходов — это общая закономерность развития экономики. Но в России **рост сбережений происходит не вследствие роста доходов, а вследствие возрастания неуверенности населения в завтрашнем дне**. Нестабильность социально-экономической ситуации в стране, усиливающаяся инфляция, возросший риск потери работы, непредсказуемость перспектив развития экономики

страны и условий жизнедеятельности каждого человека, беспокойство за будущее детей — все заставляет людей ограничивать себя, уменьшать текущее потребление, откладывать что-то на крайний случай, т.е. осуществлять сбережения. И чтобы эти сбережения приносили пользу не только отдельному человеку, но всему обществу, нужно постоянно совершенствовать механизмы привлечения сбережений населения в инвестиции. Иначе неизбежно возникнут последствия, которые получили название **“парадокса бережливости”**.

Как известно, все производители покрывают свои издержки и получают прибыль за счет реализации изготовленной продукции. Если под воздействием изменения склонности к потреблению в пользу увеличения сбережения объем продаж начинает падать, сокращаются доходы производителей, уменьшается возможность расширения производства. Процесс будет идти безболезненно для общества только в том случае, если сберегаемые средства будут возвращаться в производство в виде инвестиций различными путями — через банковские вклады, покупку акций, непосредственное вложение в производственный процесс. Если этого не происходит, развитие национальной экономики замедляется.

И естественно, чтобы увеличить количество свободных денег у населения, нужно вести **оправданную политику увеличения доходов**.

Еще один источник, который может использоваться при финансировании инвестиций, — **иностраный капитал**. Иностраный капитал может вкладываться в экономику другой страны в различных формах (прямые и портфельные инвестиции) и может быть различным по формам собственности (государственный, частный или смешанный). **Прямые инвестиции** — это вложение капитала, предусматривающее возможность контроля над производством, **портфельные инвестиции** не претендуют на это. Они осуществляются ради получения прибыли или защиты денег от инфляции.

В современных условиях большое значение стала играть политика отдельных государств по привлечению капиталов из-за границы. Промышленно развитые страны таким образом пытаются поддержать темпы экономического роста, а развивающиеся страны надеются с помощью вливаний иностранного капитала дать импульс для развития отечественной промышленности. В последние годы получила признание модель догоняющего развития в развивающемся мире. Это привело к **конкуренции между государствами за привлечение иностранных капиталов**. Особенно эта конкуренция усилилась между странами Восточной Европы и третьим миром с началом реформирования экономики восточноевропейских стран.

Иностранные инвестиции могут осуществляться в различных формах, но всегда между интересами экспортеров и импортеров капитала существуют **объективные противоречия**. Первые заинтересованы в получении максимальной прибыли от вложения капиталов, вторых интересует снижение платы за получение капитала. Почти всегда преимущества у экспортеров – они могут выдвигать свои условия, которые могут быть как экономическими, так и политическими.

Капитал ввозится в страну в виде предпринимательского или финансового капитала. Предпринимательский капитал предполагает инвестиции в производительный капитал страны в виде прямых и портфельных инвестиций.

В 70–80 гг. XX в. резко возросло значение **международных кредитов**, которые превратились в важный источник финансирования инвестиций. Ссудный капитал, который вышел на международный уровень, образовал два вида рынка: денежный и рынок капиталов.

Денежный рынок — это рынок краткосрочных кредитов, которые используются в основном для пополнения оборотных средств, для решения текущих задач. На **рынке капиталов** осуществляются долгосрочные займы и выдаются банковские кредиты. Последние разделяются на среднесрочные и долгосрочные, но те и другие используются для пополнения основного ка-

питала путем строительства новых подразделений фирмы или покупки крупных пакетов акций действующих предприятий.

Одной из особенностей сегодняшнего финансирования инвестиций за счет иностранных источников является **активизация этого процесса между промышленно развитыми странами**. Процесс идет **на двух уровнях**: межгосударственный обмен (макроуровень) и движение капитала внутри транснациональных корпораций и международных монополий (микроуровень). Как правило, такие связи существуют между одними и теми же отраслями в разных развитых странах, между отдельными странами (в основном между США, Западной Европой и Японией).

В последние годы увеличивается **приток иностранного капитала в развивающиеся страны**, особенно в страны Азии и Латинской Америки. Особое место занимает Китай, который увеличил привлечение иностранного капитала (он вошел в первую пятерку по привлечению прямых инвестиций) за счет обеспечения надежности вложений и политической стабильности. В результате ежегодный прирост ВВП в КНР составляет 10–13%. Растет приток иностранного капитала и в страны Восточной Европы и СНГ. Основные средства идут в Венгрию, Польшу, Чехию. Россия тоже получает иностранные инвестиции, но их величина относительно незначительна, хотя в последние годы возникла тенденция к увеличению.

По привлечению иностранного капитала Россия уступает не только развитым странам, но и странам СНГ. Из 25 стран Центральной и Восточной Европы и стран СНГ Россия занимает 21-е место по объему иностранных инвестиций на душу населения и 24-е место по доле иностранных инвестиций в ВВП.

Процесс привлечения иностранных инвестиций в Россию прошел **три этапа**. С начала 90-х гг., когда экономика России открылась для остального мира, несмотря на объективно существовавшие трудности, прирост иностранных инвестиций шел до 1997 г. Начавшийся финансовый кризис вызвал их сокращение в 1998–1999 гг., а с 2000 г. снова начался их прирост, и в 2002 г. они составили 19,78 млрд долл. против 12,3 млрд в 1993 г., т.е. превы-

сили докризисный уровень. Но сократились прямые инвестиции (в 2002 г. они составили 2,4 млрд долл.) и увеличились прочие. В основном это была покупка государственных ценных бумаг.

Распределение по регионам традиционно: в первую очередь вложения идут в развитые регионы, и в те, в которых заинтересованы кредиторы. Москва поглотила 36% вложений, Санкт-Петербург — 10%, Московская область 3,5%, далее идут Тюменская область и Сахалин.

Вопросы для самоконтроля

1. Каковы основные источники финансирования инвестиций на макроуровне?
 2. Перечислите источники финансирования инвестиций на микроуровне.
 3. Какие вы знаете методы финансирования инвестиций?
 4. Какие виды банковского кредита можно использовать для инвестиций?
 5. Как рассчитать цену банковского кредита?
 6. Что может служить альтернативой банковскому кредиту?
 7. Как определяется цена источника “нераспределенная прибыль”?
 8. Как рассчитать цену источников “привилегированные акции” и “обыкновенные акции”?
 9. В чем проблема привлечения в инвестиции сбережений населения?
-

Глава 4. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ И ИХ ОЦЕНКА

4.1. Инвестиционный проект, его виды, признаки и классификация

На практике инвестиции каждым предприятием осуществляются в форме инвестиционных проектов. К сожалению, при всеобщем использовании этого термина он неоднозначен. Поэтому когда говорят о каком-то деле, предполагающем осуществление целого комплекса мер для достижения конкретных целей, то считается, что речь идет о проекте. Систему организационно-правовых и расчетных документов, необходимых для осуществления каких-то действий, тоже называют проектом. И наконец, под проектом понимают документ, подтверждающий необходимость осуществления реального инвестирования. Хотя, вроде бы, это различные определения, но по сути они являются **отражением одного и того же процесса — создания проекта и его реализации**, так как первое определение исходит из цели и необходимых для ее реализации условий, второе подтверждает законодательную и экономическую возможности реализации этой цели, третье — необходимость ее реального воплощения.

В научной литературе также нет единого понятия проекта. Иногда пишут что проект — это **то, что задумывается или планируется**. Часто определяют проект как **задачу с определенными исходными данными и требуемыми результатами**, в отдельных случаях такие определения дополняют требованиями по срокам, стоимости и качеству. Понимают под проектом и **сово-**

купность документации, отражающей сущность и порядок реализации какой-то идеи.

Если посмотреть на понятие “проект” с точки зрения функционирования любой экономической системы, то можно четко определить **три момента, формирующих это понятие**. Прежде всего, определяется **цель** будущей работы: увеличение объемов производства, повышение качества, выпуск новой продукции, снижение издержек и проч. Затем ищут, что нужно сделать, чтобы достичь цели, т.е. ставят **конкретные задачи**, которые надо решить. И наконец, определяют **пути решения задач** и достижения поставленных целей. При постановке целей нужно помнить, что в конечном счете все направлено на получение экономического эффекта. Даже внедрение уникальной технологии — это не технологический эксперимент, это условие дальнейшего развития предприятия и завоевания более высокого места на рынке.

Исходя из этого, **инвестиционный проект** можно определить как программу решения экономической проблемы, предполагающей вложение средств с целью получения дополнительного дохода. Поэтому любой проект **характеризуется четырьмя моментами**: четкой направленностью на конкретные цели, масштабами, ограниченным временем между началом и окончанием, ограниченными финансовыми и иными ресурсами. Каждый проект также предполагает необходимость крупных затрат на его реализацию и отсрочкой в получении доходов от этих вложений, так как они возможны только после завершения проекта и эксплуатации вложенных ресурсов. Период времени между началом инвестирования проекта и началом получения отдачи от вложений называют **временным лагом**.

Классифицировать инвестиционные проекты можно по различным признакам. Чаще всего выделяют проекты **по уровню** (малый, средний и мегапроект), **по срокам реализации** (краткосрочный, средний и долгосрочный), **по ограниченности ресурсов** (мультипроект и монопроект), **по требованиям к качеству, по характеру цели, составу участников** и проч. **Малые проекты**, как

правило, просты и ограничены объемами. **Мегапроекты** — это комплекс взаимосвязанных проектов, объединенных общей целью. Такие проекты характеризуются длительной реализацией и большими затратами, как финансовыми, так и трудовыми. **Сложные проекты** предполагают решение нестандартных задач, требующих значительных усилий, времени и затрат. При реализации некоторых проектов особое внимание уделяется **качеству исполнения**, так как от этого будет зависеть не только качество продукта, но и безопасность функционирования объекта. Стоимость таких проектов очень высока, так же как и требования к качеству. Примером таких проектов может быть строительство атомных электростанций.

По видам, отражающим сферу воздействия и конкретную цель, проекты подразделяются на несколько групп.

В последние годы все производители особое внимание уделяют научно-техническому совершенствованию производства. Сейчас это основное условие победы в конкурентной борьбе на рынке, так как научно-технические новшества, внедренные в производство, позволяют увеличивать объемы производимой продукции, обновлять ассортимент, снижать затраты на производство, т.е. позволяют получить комплексный эффект. В связи с этим особое место среди инвестиционных проектов занимают **научно-технические проекты**. А так как они чаще всего направлены на использование новых элементов в производственном процессе и управлении, их еще называют **инновационными проектами**. В этих проектах заложены не только задачи развития производства, но и научные исследования проблем его дальнейшего совершенствования.

Производственно-технологические проекты тесно связаны с научно-техническими, но они уже и охватывают только задачи развития производственного потенциала и обновления технологического процесса. Также производными от научно-технических проектов являются **проекты повышения качества и эффективности работы предприятия**. Они ставят конкретные задачи снижения издержек производства и обращения, повы-

шения производительности труда, экономии ресурсов, повышения качества продукции и проч.

В условиях рыночной экономики каждый производитель должен знать и уметь ориентироваться в процессе купли-продажи своего товара. В связи с этим возможна разработка и реализация **торговых проектов**, т.е. системы мер, направленных на сохранение завоеванных позиций на рынке, захват новых секторов или проникновение на новые рынки, обеспечение эффективной продажи своих товаров.

В последние годы в связи с производственной необходимостью стали все чаще разрабатываться и реализовываться **организационные и информационные проекты**. Первые связаны с необходимостью внедрения в управленческий процесс новых форм организации и управления объектами производственной и социальной сферы, использованием современной управленческой техники. Вторые отражают возрастание значимости информационного обеспечения для решения всего комплекса производственных и управленческих задач. Они направлены на использование современных методов сбора, обработки, хранения и передачи информации.

С усилением внимания к социальным проблемам развития общества все чаще разрабатываются и реализуются специальные **социальные проекты**, которые ориентированы на обеспечение безопасных условий жизнедеятельности, поддержание общественной безопасности, охрану окружающей среды, поддержку социально незащищенных слоев населения.

Конечно, данное деление на виды условно, потому что в каждом отмеченном виде могут существовать многочисленные сочетания разных видов. Как можно решать задачи научно-технического развития, не учитывая проблемы совершенствования информационного обеспечения, развития организационных стимулов? Поэтому каждый вид проекта отражает только главную цель предполагаемых работ.

Каждый проект состоит **из нескольких разделов**. Наиболее важными из них должны быть следующие.

1. Прежде всего, должна быть краткая характеристика (резюме) проекта. В этом документе должны быть все сведения о проекте, позволяющие сделать вывод о его соответствии требованиям заказчика: обоснование основной идеи, сведения о доходности и риске, объеме инвестиционных ресурсов, сроках реализации и проч.

2. В проекте должно быть описано местоположение проекта, характер окружающей природной среды и возможное воздействие на нее проекта, существующий инвестиционный климат в регионе, состояние региональной инфраструктуры, социально-экономические условия, в которых будет реализовываться проект. Далее дается обоснование выбора строительного участка и затраты на его освоение.

3. Необходимо обоснование количества и качества всех видов ресурсов, используемых для реализации проекта. Для этого делаются расчеты требуемой производственной мощности, выбираются технологии, способы ее приобретения, составляется перечень необходимого оборудования. Одновременно определяются основные поставщики нужного сырья и материалов, составляется график поставок. Наиболее сложная часть этого раздела — подбор кадров для будущего производства. Необходимо определить профессионально-квалификационный состав работников, выяснить наличие таких работников в регионе, возможность привлечения их из других регионов или организацию обучения в рамках региона.

4. Все необходимые работы увязываются в общем плане, на основе которого составляется график реализации проекта.

5. Все работы требуют определенных затрат, поэтому составляется финансовый план с указанием источников финансирования, рассчитываются возможная эффективность проекта и ожидаемые инвестиционные риски.

Для того чтобы разработать проект, провести все расчеты, позволяющие принять решение, реализовать его и получить отдачу необходим значительный период времени. Тот период времени, который проходит от начала вложений до получения ожи-

даемого эффекта, называется жизненным циклом инвестиционного проекта.

4.2. Жизненный цикл инвестиционного проекта и его фазы

В течение жизненного цикла проект находится в различных состояниях, которые определяет фазу цикла. Деление цикла на фазы может осуществляться различными способами. Самый простой способ — выделить разработку и реализацию проекта. Это так называемое *двухстадийное деление*. В этом случае фаза разработки включает в себя работы по созданию определенной модели поведения и действий, позволяющих достичь желаемой цели, осуществление всех необходимых расчетов, обоснование решений. Вторая фаза предполагает реализацию проекта, т.е. превращение его в экономическую действительность.

Всемирный банк предлагает подразделение *на три фазы*: прединвестиционная, инвестиционная и эксплуатационная. На первой фазе разрабатываются технико-экономическое обоснование проекта и доклад об инвестиционных возможностях. На второй фазе осуществляется конкретное проектирование, заключаются контракты с соисполнителями, идет строительство объекта, проводятся маркетинговые исследования и обучение персонала. Третья фаза — это приемка и запуск в эксплуатацию подготовленных объектов, осуществление работ по расширению и совершенствованию при дальнейшей работе.

По экономическому содержанию в жизненном цикле проекта можно выделить две фазы — инвестиционную (период затрат на проект) и эксплуатацию и ликвидацию (период возврата вложенных средств). *Первая фаза* включает несколько подфаз. Это, во-первых, все работы, связанные с подготовкой проекта: предпроектные исследования, технико-экономическое обоснование, разработка бизнес-плана, окончательная формулировка проекта и принятие решения. Во-вторых — собственно инве-

стиционная фаза, предполагающая проведение проектных работ, заключение договоров и контрактов с конкретными исполнителями проекта, приобретение земли, строительство, покупка оборудования, создание инфраструктуры. Именно в этот период затрачивается основная масса инвестируемых средств. Он заканчивается вводом объекта в эксплуатацию.

После этого начинается **вторая фаза**, когда затраченные инвестиции начинают возвращаться после реализации изготовленной продукции. Во время эксплуатации тоже необходимы определенные инвестиции (на поддержание оборудования в рабочем состоянии, на его совершенствование и проч.), но доходы от реализации намного превышают такие затраты. Постепенно спрос на готовую продукцию начинает сокращаться, оборудование и технологии морально устаревают, и жизненный цикл инвестиционного проекта подходит к концу. Во избежание грядущих убытков целесообразно этот проект свернуть и своевременно подготовить новый проект. Но даже **закрытие и ликвидация проекта** могут принести определенный доход, если продать оборудование по остаточной стоимости, ликвидировать запасы уже не нужных материалов и проч.

В России еще в 1999г. Минэкономики РФ, Минфином РФ, Госстроем РФ были разработаны Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов, которые предусматривают следующие **этапы создания и реализации инвестиционных проектов**:

- формирование инвестиционного замысла;
- исследование инвестиционных возможностей;
- технико-экономическое обоснование проекта;
- подготовку контрактной документации;
- строительно-монтажные работы;
- эксплуатацию объекта.

Каждое предприятие работает в окружении определенной внешней среды, поэтому проект, разработанный и реализующийся этим предприятием, тоже оказывается под влиянием этой среды. **Внешняя среды** — это совокупность факторов за преде-

лами проекта, которые могут повлиять на его реализацию и эффективность. Среда эта неустойчива, может часто меняться, так как ряд факторов исчезает и могут возникать новые. Кроме того, некоторые элементы могут переходить из проекта во внешнюю среду и обратно. Так, некоторые специалисты могут работать в проекте и во внешней среде (например, сотрудники консалтинговых фирм, обслуживающие проект и проч.). Государство, участвующее в проекте и обеспечивающее его частичное финансирование, находится одновременно и в проекте и вне его.

К **факторам, образующим внешнюю среду**, обычно относят технологические, экономические, социальные, политические, экологические факторы, а также ресурсообеспеченность проекта, правовые нормы, уровень конкуренции и конкретных конкурентов в отрасли. **Технологические факторы** — это уровень существующих технологий, возможность использования патентов, лицензий и ноу-хау, причем не только отечественных, но и иностранных. **Экономические факторы** включают в себя уровень цен на инвестиционные ресурсы, влияние инфляции, обменного курса валют, уровень банковских процентов и систему налогообложения. **Социальные факторы** складываются из уровня безработицы в стране и регионе, традиций, возраста необходимых специалистов и трудоспособного населения в регионе. К **политическим факторам** относят основные направления экономической, инвестиционной, научно-технической, региональной политики и др. **Экологические факторы** — это существующий уровень загрязнения, действующие предельно допустимые нормы, санкции за их нарушение, меры по предотвращению загрязнения.

На реализацию проекта может оказать существенное влияние **наличие необходимых источников сырья**, доступ к ним, количество поставщиков, их отдаленность от места реализации проекта. **Правовые нормы** могут стимулировать работу по реализации, или, наоборот, недоработки в этой сфере будут сдерживать работу. Так как реализация идет в рыночной сфере, нужно иметь полное представление об уровне конкуренции в данной отрасли в целом и о каждом возможном конкуренте. Нуж-

но четко представлять сильные и слабые стороны каждого, применяемые стратегии конкурентной борьбы, имеющийся у конкурентов потенциал.

Наибольший интерес представляют, конечно, **экономические факторы. Оптовые цены**, которые закладываются в проект, должны отражать реальный уровень сложившихся цен и прогнозы их изменения в течение времени реализации проекта. Причем цены на все инвестиционные ресурсы и услуги, а также на готовую продукцию принимаются без НДС. Абсолютные размеры НДС учитываются только при расчетах потребности в инвестициях.

Большое влияние на процесс реализации проекта и его эффективность может оказать **инфляция**. Поэтому необходимо иметь представление об общей динамике инфляции, ее темпах, типе, о ее влиянии на цены отдельных элементов инвестиционного проекта. Общая динамика инфляции может помочь определить номинальные и реальные ставки по кредитам. Инфляция по-разному влияет на отдельные элементы обеспечения проекта. Поэтому необходимо прогнозировать ее отдельно по элементам инвестиционных затрат, по текущим затратам, по готовой продукции. Эту работу нужно вести постоянно, составляя прогнозы на месяц, на три месяца, на полгода и год. Это поможет избежать неожиданных рискованных ситуаций.

Необходимо также четко представлять **систему налогообложения**, знать все виды налогов, которые необходимо платить, их ставки, сроки уплаты, возможность получения льгот. Как правило, инвестиционный проект облагается **следующими налогами**:

- страховые взносы во внебюджетные фонды;
- налог на добавленную стоимость – платят с добавленной стоимости ежемесячно или ежеквартально;
- налог на прибыль – уплачивается с суммы прибыли ежемесячно;
- налог на имущество – берется со стоимости имущества ежеквартально. Величина ставки устанавливается субъектом Российской Федерации.

Кроме общих налогов необходимо учитывать и специфические налоги: транспортный, земельный, на добычу полезных ископаемых и проч.

Банковские процентные ставки, периоды их начисления, учетная ставка Центрального банка РФ, позволяют определить цену заемных источников и рассчитать текущие и финансовые издержки на реализацию проекта. Если проект оценивается в нескольких валютах, необходимо знать курсы валют и их динамику, причем динамика курсов может не совпадать с темпами инфляции.

Все эти расчеты выполняются на прединвестиционной фазе проекта, а в ходе реализации только вносятся уточнения. Но решение о выделении инвестиций на реализацию принимается только тогда, когда инвестору предоставляется полный материал по проекту в виде взаимосвязанных разделов, причем каждый подтвержден расчетами и прилагаемыми документами, а также содержит текстовое описание. В мировой практике такие данные сводятся в единый бизнес-план.

Главная задача и цель разработки бизнес-плана — привлечение инвесторов. В рыночной экономике практически каждая организация может иметь свою форму бизнес-плана, но в любом случае он должен убедить инвестора в том, что вложенные деньги принесут ему ожидаемую прибыль.

Бизнес-план — это документ, содержащий в структурированном виде всю информацию о проекте. Чаще всего он является составной частью разработки проекта и служит основой для ведения переговоров с потенциальными инвесторами и другими участниками проекта. Если делается попытка начать переговоры с инвесторами без предоставления им бизнес-плана, это сигнал для инвестора в возможной некомпетентности и несерьезности намерений авторов проекта, т.е. его наличие лишний раз подтверждает надежность будущих партнеров. Бизнес-план помогает лучше изучить перспективы будущего рынка продукции или услуг, определить их цены, возможные прибыли. Он показывает возможные проблемы и обосновывает пути их решения.

Одним из условий разработки качественного бизнес-плана является личное участие руководителя в его разработке. Конечно, основная работа выполняется сотрудниками фирмы и привлеченными консультантами, но руководитель должен участвовать в обсуждении всех возникающих проблем, иметь свое видение их решения.

Разработка бизнес-плана начинается с **выявления конечных целей проекта** — определение объемов выпускаемой продукции, состояния рынка, возможный объем продаж и возможные цены. Это позволяет обосновать доходную часть проекта. Затем **определяют необходимые затраты** на покупку оборудования, сырья, материалов, на заработную плату, т.е. формируют расходную часть. После этого приблизительного расчета переходят к расчетам эффективности и анализу отдельных проблем.

Подготовленный бизнес-план должен быть, с одной стороны, профессиональным, а с другой — доступным для чтения и понимания. Для удобства пользователя он **делится на главы (разделы)**, которые в свою очередь должны содержать таблицы, схемы, диаграммы графики, которые позволяют сравнивать динамику и различные варианты решения проблем. Так как в этом документе может содержаться конфиденциальная информация, необходимо контролировать распространение бизнес-плана. Как правило, он состоит из общего раздела и специальных разделов, описывающих отдельные стороны проекта.

Начинается бизнес-план с **титульного листа**. В **общий раздел** включаются меморандум о конфиденциальности документа, аннотация, служащая для первичного ознакомления с проектом. Далее идут разделы.

В **первом разделе** раскрываются суть и эффективность проекта, показываются основные источники его финансирования и возможности реализации.

Второй раздел описывает предприятие, его учредителей, организационную структуру, персонал, производственные и научно-технические достижения, место, которое оно занимает на рынке, основных партнеров и клиентов. Сюда же может быть

включено описание продукции, которую производит предприятие, сферы ее возможного использования и конкурентоспособности.

Третий раздел посвящается маркетингу и сбыту продукции. В нем рассматриваются требования потребителей к продукту, стратегия завоевания рынка, возможных конкурентов и, конечно, ценовая политика фирмы.

В четвертом разделе рассматриваются возможности осуществления производства продукции — наличие производственных площадей, технологий, инфраструктуры, необходимых материальных и кадровых ресурсов.

В пятом разделе говорится о системе управления проектом. Он характеризует ведущих специалистов, структуру управления, возможных партнеров по реализации проекта. Особо выделяются вопросы правового обеспечения и имеющиеся льготы.

Шестой раздел — финансовый план, отражающий источники финансирования проекта и схему выплаты кредитов, расчет себестоимости продукции и все необходимые нормативы для проведения финансово-экономических расчетов. Здесь же дается расчет эффективности проекта, показывается его значимость.

Седьмой раздел описывает возможные риски и форс-мажорные обстоятельства, одновременно дается подтверждение гарантий возврата средств партнерам и инвесторам

К бизнес-плану даются также приложения, включающие документы, подтверждающие изложенную информацию. Подробность изложения на разных моментах согласования и принятия проекта может быть различна, поэтому готовятся **три варианта бизнес-плана**:

1) предельно сжатый, который дает представление о целесообразности проекта и служит основой для подготовки пакета всех необходимых документов;

2) краткий, дающий всю необходимую для принятия решений сжатую информацию;

3) полный, включающий все комплексно проработанные результаты расчетов и служащий основой для разработки рабочего плана.

На основании всех проведенных прогнозов и расчетов формируются нормативные документы, на основе которых осуществляется взаимодействие участников проекта, распределяются обязательства, гарантии, санкции за их нарушение, уточняются условия финансирования инвестиций, формируется система управления. Без этого нельзя быть уверенным в реализации проекта, в достижении результатов, которые подтвердят его выгодность.

В процессе реализации проекта необходимо проводить **мониторинг бизнес-плана**, который выявляет отклонение фактических показателей реализации проекта от заложенных в бизнес-плане и оценивает их влияние на конечные результаты проекта, прежде всего на его эффективность. Эта работа должна начинаться с инвестиционной стадии проекта, проходить через эксплуатационные стадии и прекращаться в момент завершения проекта.

4.3. Критерии и методы оценки инвестиционных проектов.

Учет инфляции, неопределенности и рисков

Каждый инвестиционный проект обладает некоторыми свойствами, которые необходимо учитывать, когда речь пойдет об оценке проекта, о необходимости на основе этой оценки принять конкретное решение — будет или не будет осуществляться данный проект. Речь идет о том, что в проект, как правило, нужно вкладывать **большие деньги**, причем часто достаточно длинный период времени. **Отдачу они дадут тоже не сразу**, а через значительные временные промежутки, и эта отдача может быть растянута во времени. Крупные инвестиционные проекты не только воздействуют на производственный процесс,

но и затрагивают **социальные проблемы**. Их негативные социальные последствия тоже необходимо учитывать, причем сразу выделять какие-то средства на их ликвидацию или сглаживание. Кроме того, проект должен быть не разовым, обособленным мероприятием для получения дохода, а вписываться **в рамки глобальной стратегии** функционирования и развития фирмы. И, кроме того, не нужно забывать о том, что такие проекты всегда **связаны с рисками** и учет этих рисков необходим при оценке проекта и принятия решения о его реализации.

Необходимость оценки инвестиционного проекта возникает также и потому, что в процессе его разработки и реализации возникает **ряд противоречий**, которые требуют разрешения. Это противоречия между объективными и субъективными подходами в оценке проекта; интересами различных участников проекта; внутренним и внешним окружением проекта; целями и возможными средствами их достижения. Разрешить эти противоречия можно только в процессе комплексной его оценки, с расчетом количественных и качественных критериев. При оценке нужно учитывать как производственные, так и социальные последствия.

Инвестиционные проекты оцениваются **для решения трех типов задач**:

- оценка конкретного проекта;
- обоснование целесообразности участия в проекте;
- сравнение нескольких вариантов проекта.

Наиболее наглядно позволяют оценить проект, конечно, **количественные показатели**. Главное, на что должно быть нацелено внимание при расчете таких показателей, — сможет ли проект обеспечить достаточную прибыль в долгосрочном периоде, не нужно увлекаться быстрым получением прибыли. Как правило, это не показатель выгодности проекта, при осуществлении серьезных проектов такой ситуации не бывает. Прибыль можно получить только через какое-то время, но она стабильна в течение достаточно длительного периода, и проект позволяет решать фирме стратегические задачи.

При расчете количественных показателей *за основу берется сопоставление объема предполагаемых инвестиций с будущими доходами*. Основная трудность при таких расчетах заключается в том, что затраты необходимо производить сегодня, а доходы буду через определенное количество времени, т.е. необходимо сопоставлять денежные суммы в различные временные периоды. При таких расчетах следует определить прогнозную оценку объемов реализации продукции в будущем с учетом меняющегося спроса. Здесь желательно добиваться максимальной приближенности прогнозируемых сумм к будущему периоду, так как недооценка этого показателя может привести к потере части рынка, а переоценка — к неэффективному использованию созданных новых производственных мощностей.

Далее необходимо рассчитать поступление доходов по годам. Отдача от вложенных средств происходит не один год, и чем более протяжен проект во времени, тем труднее определить возможную отдачу в каждый последующий год, так как возрастает фактор неопределенности. Поэтому целесообразнее через определенный период на каждый отдаленный год при расчетах вводить понижающие коэффициенты.

Как уже отмечалось, финансирование проекта может осуществляться из различных источников, имеющих определенную стоимость. Но по мере осуществления проекта условия, определяющие стоимость финансовых источников, могут меняться, что изменит и саму стоимость. Это приведет к тому, что проект, который считался выгодным на момент его принятия, через какое-то время вследствие изменившихся условий может оказаться невыгодным. И это тоже фактор риска, который нужно учитывать при осуществлении проекта.

При оценке инвестиционного проекта *решаются два круга задач*: выясняется, имеются ли финансовые возможности реализации проекта и будет ли выгодно фирме участвовать в таком проекте. При наличии нескольких проектов необходимо провести их сравнительный анализ и выбрать наиболее эффективное решение.

Оценка проводится на основе использования Методических рекомендаций, подготовленных Министерством экономики РФ. Кроме того, существуют отраслевые методики, учитывающие особенности инвестиций в отдельных отраслях.

Финансовая оценка проекта дает возможность определить финансовое состояние проекта, возможность нахождения более выгодных источников финансирования и получения доходов. Для анализа используют три вида отчетов: отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и балансовый отчет. Каждый из этих отчетов, составленных по расчетным данным проекта, характеризует его с разных точек зрения.

Балансовый отчет представляет собой таблицу, состоящую из двух разделов. Она строится на основе прогнозных данных и показывает в активе будущий состав капитала, а в пассиве — источники его формирования. На основе этого расчета можно проследить динамику изменения структуры имущества проектов и источников финансирования. Фактически этот баланс позволяет судить о финансовом положении предприятия на каждый конкретный момент.

Прибыли и убытки рассчитываются по годам. Форма расчета предполагает перечень всех основных доходов и поступлений, которые будет получать фирма в ходе реализации проекта по годам, и такой же перечень, но уже по расходам и отчислениям. На каждый период рассчитывается разница между этими показателями, благодаря чему можно оценить эффективность деятельности предприятия, резервы увеличения собственного капитала и определить величины различных налогов и дивидендов.

Движение денежных средств определяется на основе плана ожидаемых прибылей и убытков методом прямого счета притоков и оттоков денежных средств по различным направлениям движения денежных средств. Это позволяет увидеть, имеется ли в каждый момент времени необходимый запас денег и возможно ли продолжать проект, есть ли резервы пополнения денег.

Эти формы рассчитываются на основе абсолютных данных, характерных для данного проекта, поэтому для сравнения с дру-

гими проектами они непригодны. Для этих целей должны быть разработаны другие показатели в форме **финансовых коэффициентов**. Это относительные показатели приемлемости проектов. Они используются достаточно длительное время в отечественной и зарубежной практике, и именно практика позволила определить их величины, что дает возможность остановить выбор на наиболее выгодном варианте.

Все расчетные коэффициенты условно могут быть разделены на четыре группы, отражающие ликвидность проекта, платежеспособность, оборачиваемость и рентабельность.

Под **ликвидностью проекта** понимается его способность своевременно и в полном объеме отвечать по имеющимся финансовым обязательствам. Для характеристики этого критерия рассчитываются несколько коэффициентов.

Коэффициент текущей ликвидности определяется как отношение текущих активов к текущим пассивам. Когда этот показатель превышает 1,6 можно признать финансовое состояние проекта удовлетворительным. *Промежуточный коэффициент ликвидности* — это отношение текущих активов без стоимости товарно-материальных ценностей к текущим пассивам, его нормальное значение 1,0–1,2. *Коэффициент абсолютной ликвидности* — это отношение высоколиквидных активов к текущим пассивам. К высоколиквидным активам относят денежные средства, ценные бумаги и счета к получению. Нормальное значение этого коэффициента — 0,8–1,0.

Платежеспособность проекта также можно охарактеризовать несколькими коэффициентами. *Коэффициент финансовой устойчивости* рассчитывается как отношение собственных средств предприятия и субсидий к заемным средствам. Собственными средствами в данном случае считается акционерный капитал плюс резервы, плюс нераспределенная прибыль. Степень финансового риска характеризует так называемый *финансовый рычаг*. Это отношение заемных средств к акционерному капиталу. Отношение заемных средств, т.е. краткосрочной и долгосрочной задолженностей, к собственным средствам ха-

рактизует собственно *коэффициент платежеспособности*. Так как для реализации инвестиционного проекта стараются использовать долгосрочные кредиты, то особо оцениваются возможности уплаты по этим кредитам и их влияние на общую платежеспособность. *Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств* определяется как отношение долгосрочной задолженности к общему объему капитализируемых средств, т.е. к сумме собственных средств и долгосрочных займов. *Коэффициент покрытия долгосрочных обязательств* — это отношение чистого прироста свободных средств к величине платежей по долгосрочным обязательствам. *Чистый прирост свободных средств* — это сумма чистой прибыли, амортизации и заемных средств за вычетом осуществленных в данном периоде инвестиций. Долгосрочными обязательствами считаются суммы, выделенные на погашение займов, плюс проценты по ним.

В качестве показателей оборачиваемости используют коэффициенты оборачиваемости.

Коэффициенты оборачиваемости показывают зависимость выручки от продаж от различных условий реализации проекта. *Коэффициент оборачиваемости активов* — это отношение выручки от продаж к средней за данный период стоимости собственного капитала. *Коэффициент оборачиваемости собственного капитала* — отношение выручки от продаж к средней за период стоимости собственного капитала. *Коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов* — отношение выручки от продаж к средней за период стоимости запасов. *Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности* характеризует развитие коммерческого кредита на предприятии, рассчитывается как отношение выручки от продаж в кредит к средней за период дебиторской задолженности. И еще один показатель из этой группы — *средний срок оборота кредиторской задолженности*. Он рассчитывается как отношение краткосрочной кредиторской задолженности (счета к оплате) к расходам на закупку товаров и услуг, умноженное на количество дней в данном периоде.

Группа итоговых показателей — это **показатели рентабельности проекта**. К ним относится *рентабельность продаж*, т.е. показатель, рассчитанный как отношение валовой прибыли от операционной деятельности к сумме выручки от реализации продукции и внереализационных операций. *Полная рентабельность продаж* определяется как отношение суммы валовой прибыли от операционной деятельности и той части выплаченных процентов по займам, которая относится на себестоимость, к сумме выручки от реализации продукции. *Чистая рентабельность продаж* — это отношение чистой прибыли от операционной деятельности к сумме выручки от реализации продукции. *Рентабельность активов* рассчитывается как отношение валовой прибыли от операционной деятельности к средней за период стоимости активов. *Полная рентабельность активов* — это отношение суммы валовой прибыли от операционной деятельности и выплаченных процентов по займам к средней за период стоимости активов. *Чистая рентабельность активов* — это отношение чистой прибыли к средней за период стоимости активов. ***Чистая рентабельность собственного капитала*** — это отношение чистой прибыли к средней за период стоимости собственного капитала.

При расчетах этих показателей и их использовании для дальнейшего анализа необходимо иметь в виду, что все перечисленные показатели могут меняться в зависимости от отрасли, технологии, структуры цен и других факторов. Чаще всего эти показатели используют для выяснения динамики и сравнения с другими фирмами.

В целом финансовые расчеты показывают способность участников проекта выполнять принимаемые на себя обязательства, характеризуют устойчивость проекта к неблагоприятным изменениям окружающей внешней среды, отражают качество инвестиционного проекта и возможности развития фирмы. Они позволяют понять, что реализация проекта улучшит, или, по крайней мере, не ухудшит положение действующего предприятия. После этого переходят к расчету экономической эффективности проекта.

4.4. Оценка эффективности инвестиционного проекта

Выбрать какой-то проект для реализации можно только на основе сравнения экономической эффективности этих проектов. При этом необходимо различать получение эффекта и эффективность.

Эффект — результат использования инвестиций. Он может проявляться не в одной, а в нескольких сферах. Можно получить повышение качества продукта и увеличение объема продаж, это будет коммерческий эффект. Повышение технического уровня производства и внедрение новых технологий — это **технический эффект**. Улучшение условий труда — это **социальный эффект**, сокращение количества отходов и выбросов в окружающую среду — **экологический** и т.д. Но все эти виды эффектов могут быть взаимосвязаны. **Экономический эффект** вбирает в себя все виды эффектов и означает экономию общественного труда при производстве продукта. Именно поэтому его рассчитывают путем сравнения результатов реализации инвестиций и затрат.

Критерием эффективности инвестиций служит степень достижения желаемых целей. Поэтому оценку эффективности нужно начинать с определения целей, степени их достижения и выбрать показатели, характеризующую эту цель. Так как эффект может быть достигнут различными путями и разными затратами, возникает необходимость сравнения затрат и результатов в разных вариантах инвестиционных проектов. Кроме того, возникает необходимость определения эффективности участия в этом проекте для каждого участника, общественной, региональной, отраслевой или бюджетной эффективности.

Общепринятыми **показателями эффективности инвестиционного проекта** являются чистый дисконтированный доход, внутренняя норма доходности, индекс прибыльности и срок окупаемости. При расчетах этих показателей широко применяется **метод дисконтирования**, т.е. сведение будущей стоимости денег к их стоимости в текущем периоде путем изъятия из их бу-

дущей величины соответствующей суммы процентов. За *норму дисконта* берут безрисковый вариант (например, ставку доходности по государственным ценным бумагам или среднюю стоимость капитала для фирмы), к которому прибавляют величину премии за риск. Так, если доходность государственных ценных бумаг составляет 10%, а риск инвестиций оценивается в 20%, то норма дисконта составит 30%.

Чистый дисконтированный доход рассчитывается путем сравнения размера инвестиций с размерами доходов на протяжении прогнозируемого периода. Поскольку денежные потоки распределены во времени, они дисконтируются с помощью ставки дисконтирования, устанавливаемой исходя из ежегодного процента возврата инвестируемого капитала. Если полученный результат больше нуля, то проект следует принять, если меньше — проект убыточный, от него нужно отказаться. Нулевой результат не принесет ни убытка, ни дохода. Данный показатель можно рассчитать как по одному проекту, так и по всему инвестиционному портфелю, но в то же время при сравнении проектов предпочтение отдается более крупным проектам с меньшей доходностью. Расчет этого показателя достаточно сложен, поэтому для удобства применения этого и других методов, основанных на принципе дисконтирования, разработаны специальные статистические таблицы.

Внутренняя норма доходности — это коэффициент дисконтирования, при котором чистый дисконтированный доход проекта равен нулю. Он отражает ожидаемую доходность проекта и максимальную стоимость ресурсов, привлекаемых для его реализации. Это относительный показатель, он характеризует уровень доходов на единицу затрат, и чем больше значение этого показателя, тем выше отдача каждого вложенного рубля.

Индекс прибыльности — рассчитывается как отношение чистой сегодняшней ценности денежного притока к чистой сегодняшней ценности денежного оттока, включая первоначальные инвестиции. Если этот показатель больше единицы, проект принимается, если меньше — отклоняется.

Срок окупаемости бывает простой и динамический. Простой срок окупаемости предполагает определение срока возврата первоначально авансированного капитала. Его недостатком является то, что в нем не учитываются деньги, вложенные в проект в течение всего жизненного цикла проекта. Дисконтированный срок окупаемости учитывает разную ценность денег во времени. Он определяет период времени, который нужен для возврата первоначально вложенного капитала с заданной нормой доходности. Этот показатель позволяет оценить рискованность проекта: чем меньше этот срок, тем меньше риск. Помимо этих показателей определяют точку безубыточности, которая отражает тот объем производства или продаж, при котором полностью покрываются издержки производства или продаж.

Если рассматривается изолированный проект, то перечисленные показатели характеризуют возможность его принятия и реализации, если же два альтернативных проекта, то рекомендуется выбирать проект с большим чистым дисконтированным доходом, поскольку этот показатель характеризует возможный прирост экономического потенциала предприятия. Можно также сделать расчет внутренней нормы доходности для приростных показателей капитальных вложений и доходов. Если этот показатель больше суммы стоимостей вложенного капитала, то приростные затраты оправданны, и следует принять проект с большими капитальными вложениями.

При расчетах возникает ***ряд проблем, которые могут исказить реальные результаты инвестиций***. В России к таким проблемам относятся прежде всего несовершенство российского рынка, общая нестабильность в экономике, высокие инфляционные ожидания, несовершенный финансовый рынок, отсутствие достоверной экономической информации, которая служит базой для расчета.

В современных условиях особое значение приобретает определение ***влияния инфляции на эффективность проекта***. Оно может выражаться в изменении денежных показателей проек-

та и даже натуральных, так как возрастающие денежные суммы не позволят реализовать проект полностью или увеличатся сроки реализации, а значит, изменятся и планы выпуска продукции, и доходы.

Для учета влияния инфляции используют **метод инфляционной коррекции денежных потоков**. Он предполагает **дефлирование**, т.е. деление денежного потока, рассчитанного в прогнозных ценах, на индексы инфляции. Кроме того, инфляцию необходимо учитывать и при использовании процентной ставки, беря для расчетов не номинальную, а **реальную процентную ставку** (номинальная минус темп инфляции).

В условиях высокого уровня инфляции, когда отсутствуют точные показатели ее темпов, первоначальный расчет осуществляется в базовых, начальных ценах, а затем с помощью **анализа чувствительности** проверяют влияние инфляции на эффективность проекта. **Цель такого анализа** — выявить важнейшие факторы, которые могут серьезно повлиять на эффективность проекта и проследить это влияние во времени. Для этого анализируются возможные темпы общей инфляции, инфляции переменных издержек, заработной платы, основных фондов и т.п.

Инфляция по-разному воздействует на показатели эффективности инвестиционного проекта. В **краткосрочном периоде** особенно заметно ее влияние на оборотные средства: становится выгодным иметь запасы материалов и кредиторскую задолженность вместо запасов готовой продукции и дебиторской задолженности. Необходимо учитывать, что платежи за поставленную продукцию могут быть задержаны, причем на достаточно длительное время, то же относится и к дебиторской и кредиторской задолженностям, поэтому расходы на данный вид деятельности увеличиваются, и сроки платежей нарушаются.

В **среднесрочном периоде** особенно заметно влияние инфляции на кредитные отношения, меняются фактические условия кредита: его спрос, предложение, цена за кредит.

В **долгосрочном периоде** под действие инфляции попадает стоимость основного капитала. При принятии проекта и расчете

его эффективности за основу принимались действующие цены. С ростом инфляции цены на элементы основного капитала растут, но амортизационные отчисления идут по расчетному показателю, исходя из первоначальной цены, поэтому при росте дохода одновременно с ростом инфляции растет налогооблагаемая база. В результате увеличиваются расходы, и эффективность проекта снижается.

Инвестиционные проекты оцениваются и с точки зрения **общественной эффективности**. Необходимость такой оценки вызвана тем, что потребности общества безграничны, а возможности их удовлетворения ограничиваются наличием имеющихся на сегодняшний день ресурсов. Каждая страна обладает ограниченными ресурсами, и чтобы увеличить производство одной продукции, нужно сокращать какие-то другие производства. Поэтому приходится выбирать между различными вариантами использования ресурсов, и расчет общественной эффективности позволяет проверить обоснованность выделения ресурсов на данный проект.

Определение такой эффективности обязательно для крупномасштабных проектов, затрагивающих интересы всего национального хозяйства и населения страны. К таким проектам можно отнести строительство крупных промышленных и агропромышленных предприятий, разработку полезных ископаемых, строительство транспортных и передаточных сетей. Для небольших проектов такая оценка нужна, если необходима поддержка государства и финансирование из бюджета.

Показатели общественной эффективности отражают эффективность проекта с точки зрения общества. Поэтому они выходят за пределы финансовых интересов отдельных участников проекта, но для их определения важно выдержать одно требование — все показатели должны быть выражены в стоимостной форме. За **затраты** принимаются все текущие и единовременные затраты российских участников инвестиционного проекта и некоторые косвенные затраты (на консервацию или ликвидацию производственных мощностей и на покрытие потерь в ре-

зультате чрезвычайных ситуаций). **Результаты** определяются как выручка от реализации продукции на внешнем и внутреннем рынках и внереализационные доходы. В стоимостной форме оцениваются также социальные и экологические результаты, прямые и косвенные финансовые результаты, денежные поступления из зарубежных стран (кредиты, займы, пошлины и проч.)

При расчете показателей учитываются последствия инвестиционной деятельности в смежных отраслях и производствах, в социальной и экологической сферах. В составе оборотного капитала принимают во внимание только запасы материалов и готовой продукции, а также резервы денежных средств. Из притоков и оттоков денежных средств исключаются трансфертные платежи (кредиты, дотации, налоги, субсидии и т.п.), которые не отражают созданную новую стоимость, они являются лишь результатом перераспределения созданной стоимости между различными субъектами. Производимая продукция и затраченные ресурсы оцениваются в специальных экономических (теневых) ценах, которые определяют общественную значимость продукта. Это предполагает исключение из цены всех искажений, возникающих под воздействием рынка (влияние монополий, государственного регулирования, налогов, трансфертов) и добавление неучтенных в рыночных ценах экстерналий (внешних эффектов) и общественных благ.

В денежных потоках учитываются вложения в основные средства и прирост оборотного капитала, затраты связанные с прекращением проекта и доходы от реализации имущества и нематериальных активов. Поступления денег от операционной деятельности рассчитываются по объему продаж и текущим затратам. Дополнительно учитываются внешние эффекты. Расходы на зарплату определяются исходя из средней годовой заработной платы в регионе.

Коммерческая (финансовая) эффективность инвестиционного проекта учитывает финансовые последствия реализации проекта для его участников. Она рассчитывается в три этапа:

-
- построение потока реальных денег и определение объема необходимых финансовых ресурсов;
 - расчет показателей коммерческой эффективности;
 - анализ чувствительности. Как правило, денежные потоки складываются из первоначальных инвестиций, потоков в операционном периоде жизни проекта (операционные доходы: выручка от реализации, и операционные расходы: текущие издержки) и завершающий денежный поток (остаточная стоимость активов).

При определении эффективности проекта для каждого участника пользуются методикой, аналогичной для расчета коммерческой эффективности.

Бюджетная эффективность отражает финансовые результаты реализации инвестиционного проекта для федерального, регионального и местного бюджетов. Основным показателем этой эффективности является бюджетный эффект, т.е. превышение доходов соответствующего бюджета над его расходами, связанными с реализацией проекта.

4.5. Социальные результаты инвестиционного проекта

Разработка и реализация любого инвестиционного проекта всегда преследует достижение определенных целей. В любой системе цели эти многогранны, есть конечные, а есть промежуточные, более или менее важные. Поэтому при функционировании любой системы формируется так называемое дерево целей, включающее весь комплекс иерархически упорядоченных целей. При определении стратегических и тактических целей компаний нельзя обойти стороной социальные цели, связанные с развитием человеческих отношений, жизнедеятельности человека. Часто они не могут быть выражены в денежном выражении и существуют как внутри фирмы, так и за ее пределами. В первом случае речь идет о влиянии фирмы на внешнюю сре-

ду: создание дополнительных рабочих мест, охрана окружающей среды, открытие новых социально значимых производств и др. Во втором случае речь идет о преимуществах для работников фирмы: формирование системы повышения квалификации, организации досуга, системы дополнительного пенсионного обеспечения и др.

Внимание к социальным проблемам нашло отражение и в национальных моделях развития рыночных экономики. Все они отражают национальные и исторические особенности каждой страны, но четко прослеживаются две большие группы — неоамериканская (США, Великобритания и др.) и рейнская (Германия, Япония и др.). Каждая из них преследует свои цели и имеет отличительные особенности. *Неоамериканская модель* во главу угла ставит *личный успех и достижение прибыли в краткосрочном периоде*. *Рейнская модель* направлена на достижение коллективного успеха и получение долгосрочных прибылей. Отсюда вытекают и различные социальные результаты, критерии этичности бизнес-поведения, понимание степени “тирании” финансового мира, допустимые разницы в оплате труда. Показательно и то, что в высокоразвитых экономически странах высок процент неграмотных, 40% поступающих в колледжи не умеют правильно читать. Фирма в неоамериканской модели — это машина для производства и концентрирования текущих прибылей, в рейнской модели — это сообщество, в котором объединены капитал и труд и которое должно заботиться не о получении прибыли любой ценой, но и о социальных проблемах коллектива.

В последние годы, когда усиливается внимание к социальным процессам во всех странах и на всех фирмах, все большую значимость приобретает социальная эффективность инвестиционных проектов. ***Понятие социальной эффективности двойственно.*** Первый аспект связан с получением некоторого социального эффекта при инвестировании в коммерческую деятельность, когда ставятся задачи увеличения доходов фирмы, массы прибыли и одновременно как результат внедрения новых

технологий улучшения условий труда на предприятии, сокращения вредных выбросов в окружающую среду. Второй аспект связан с вложениями в некоммерческую деятельность, экономический эффект здесь может отсутствовать. Различие в том, что в первом случае социальный эффект выступает как побочный, главное — экономический эффект, во втором — он главная цель проекта.

Оценка социальных результатов проекта предполагает, что он должен соответствовать социальным нормам, стандартам и условиям соблюдения прав человека. Предусматриваемые проектом мероприятия по созданию работникам нормальных условий труда и отдыха, обеспечению их продуктами питания, жилой площадью и объектами социальной инфраструктуры являются обязательным условием его реализации и какой-то самостоятельной оценке в составе результатов проекта не подлежат. Когда реализация проекта предполагает улучшение жилищных и культурно-бытовых условий работников (например, предоставление бесплатно или на льготных условиях жилья), затраты по сооружению или приобретению соответствующих объектов включаются в состав затрат по проекту и учитываются в расчетах эффективности в общем порядке.

Доходы от этих объектов (часть стоимости жилья, оплачиваемая в рассрочку, выручка предприятия бытового обслуживания и т.п.) учитываются в составе результатов проекта. В расчетах эффективности учитывается и самостоятельный социальный результат подобных мероприятий, получаемый при увеличении рыночной стоимости жилья, обусловленном вводом в действие дополнительных объектов социально-бытового назначения.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое инвестиционный проект?
2. Какие виды инвестиционных проектов вы знаете?
3. Каковы этапы создания инвестиционного проекта?

-
4. В какой последовательности разрабатывается бизнес-план инвестиционного проекта?
 5. Что такое ликвидность проекта?
 6. Какими показателями характеризуется платежеспособность проекта?
 7. Какие показатели доходности проекта вы знаете?
 8. Как инфляция влияет на показатели эффективности проекта?
 9. Что такое социальная эффективность инвестиционного проекта?
-

Глава 5. ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ

5.1. Цели и формы финансовых инвестиций. Инвестиционные качества ценных бумаг

Помимо прямого инвестирования в развитие производства денежные средства можно инвестировать в финансовые инструменты. Посредством такого инвестирования реализуются как тактические, так и стратегические цели. После определения целей разрабатывается и реализуется финансовая инвестиционная программа. Она предполагает выбор эффективных инструментов финансового инвестирования, формирование и поддержание сбалансированного портфеля финансовых инструментов. Но начало и все направления дальнейшей работы определяют поставленные цели. *В зависимости от этих целей* различают стратегическое и портфельное инвестирование.

Стратегические финансовые инвестиции должны способствовать реализации стратегических целей предприятия, таких как расширение сферы влияния, отраслевая или региональная диверсификация операционной деятельности, увеличение доли рынка посредством захвата предприятий конкурентов, приобретения предприятий, входящих в состав вертикальной технологической цепочки. *Основным фактором*, влияющим на ценность проекта для такого инвестора, является получение дополнительных выгод для основного вида деятельности. Поэтому стратегическими инвесторами чаще всего являются предприятия смежных отраслей.

Реализовать такой проект можно путем покупки контрольного пакета акций интересующего предприятия. Осуществив

это, **инвестор получает** значительное представительство в совете директоров компании, активно участвует в ее управлении. Таких инвесторов не интересует получение прибыли на фондовом рынке или максимизация текущего дохода от ценных бумаг, их интересы сосредоточены в области контроля над собственностью и не ограничиваются какими-то сроками участия в проекте.

Предприятие, продавшие свои акции такому инвестору, **получает выгоду** от поступления добавочных средств, гарантированного сбыта своей продукции или поставок необходимых комплектующих, повышения качества управления и др., но нужно иметь в виду, что в этом случае структура управления таким предприятием подвергается существенной реконструкции.

Портфельные инвестиции осуществляются с целью получения прибыли или нейтрализации инфляции в результате эффективного размещения временно свободных денежных средств. В этом случае покупаются доходные виды денежных инструментов (депозиты в коммерческих банках, векселя) или доходные виды фондовых инструментов (рыночные ценные бумаги). Последний вид инвестирования становится все более популярным, но от финансового менеджера, который занимается этой работой на предприятии, требуется хорошее знание конъюнктуры фондового рынка и его инструментов.

Характер инвестиционной операции во многом зависит от типа инвестора. **Тип инвестора** определяется в зависимости от его понимания риска, времени инвестирования, источников и уровня доходов. В соответствии с этим выделяют консервативных умеренно-агрессивных и агрессивных инвесторов.

Существуют и другие критерии классификации инвесторов на фондовых рынках. В зависимости **от статуса** их подразделяют на индивидуальных (частные лица), институциональных (государство, корпоративные инвесторы, специализированные институты, фонды, компании) и профессиональных (банки и финансовые посредники).

В развитых странах основными инвесторами, определяющими состояние фондового рынка, являются *индивидуальные*

инвесторы. Располагая накопленными денежными средствами, они вкладывают их в ценные бумаги с целью получения дохода. Но так как средства каждого индивидуального инвестора ограничены и он не умеет грамотно играть на рынке ценных бумаг, то предпочитает стабильные бумаги и минимум риска, т.е. по сути это *консервативный инвестор*. Иногда такой инвестор вкладывает деньги и в высокорисковые бумаги, но всегда он умеренно-агрессивен.

Среди институциональных инвесторов, т.е. юридических лиц, имеющих лицензию на право осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в качестве посредников от своего имени и за свой счет, особое место занимают *корпоративные инвесторы*. Это корпорации, осуществляющие производственную деятельность, но для решения своих тактических или стратегических задач максимально использующие инструменты фондового рынка. ***По типу они могут быть различны — как консервативными, так и агрессивными, все зависит от целей.***

Особую группу на фондовом рынке составляют ***различные финансовые и кредитные институты***: коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды и проч. Эти организации занимаются накоплением и размещением денежных средств в различные финансовые активы с целью получения доходов. ***Основная задача их инвестиционной деятельности*** — обеспечить поток доходов, растянутый во времени с минимальным риском. Поэтому они относятся к консервативным инвесторам.

Некоторые *профессиональные финансовые инвесторы* не стремятся получить контрольный пакет акций, но ***добиваются контроля над работой компании через участие в совете директоров***. Такая ситуация возникает, когда они участвуют в каком-либо проекте с заданным уровнем риска и рассчитывают получить максимальную прибыль по окончании проекта, продав свой пакет ценных бумаг. Такие инвестиции обычно вкладывают на небольшой срок от 4 до 6 лет, но за это время стоимость компа-

нии благодаря осуществлению проекта значительно повышается и прибыль достаточно велика.

Профессиональные финансовые инвесторы, занимающиеся таким видом вложений, превращают его в специализированную деятельность. *В России такие инвесторы представлены западными фондами венчурных инвестиций, крупнейшие из которых образованы при участии Европейского банка реконструкции и развития.* Эти фонды тщательно выбирают объект инвестиций, минимизируя возможные риски, что особо важно для российского высокорискового рынка. Чаще всего они выбирают для инвестирования уже существующие, достаточно развитые компании. Участие в такой работе российского капитала очень незначительно.

Все профессионалы фондового рынка, осуществляющие операции за свой счет, относятся, как правило, к агрессивным, и даже, как их еще называют, изощренным инвесторам.

Цели инвестирования определяют и **формы вложений**. Решение стратегических задач требует вложений капитала в уставные фонды предприятий и приобретение контрольного пакета акций соответствующих компаний. При решении задач прироста капитала в долгосрочном периоде нужно выбирать долгосрочные фондовые и денежные инструменты, которые обеспечивают долговременный рост вложенных средств. Для максимизации дохода целесообразно вкладывать средства в краткосрочные денежные инструменты, способные быстро обеспечить получение дохода.

Для достижения любых инвестиционных целей необходимо оценить инвестиционные качества имеющихся инструментов финансового рынка. Как правило, они оцениваются по трем показателям: доходность, риск и ликвидность.

Доходность характеризует эффективность инвестиционных операций и показывает соотношение между инвестиционными доходами и инвестиционными затратами. *Инвестиционный доход* складывается из двух составляющих: это *дивидендные*, или *процентные выплаты*, которые зависят от эффектив-

ности деятельности эмитента, и *курсовая разница*, возникающая при спекулятивных сделках. Она зависит от деятельности оператора и является преобладающим источником дохода у агрессивного инвестора.

Ликвидность, т.е. способность быстрого превращения в деньги без потери для владельца, зависит от качества ценной бумаги и уровня развитости фондового рынка.

Риск в данном случае представляет собой возможность получения инвестором результата, отличного от ожидаемого. Риски в финансовом инвестировании отличаются рядом особенностей. Они тесно связаны с динамикой конъюнктуры фондового рынка, а не только с результатами деятельности отдельного эмитента. Эти риски дифференцированы по отдельным видам финансового инструмента в зависимости от периода обращения, типа инструмента и его отраслевой принадлежности. Общий риск такого инструмента определяется суммированием частных конкретных рисков.

Форму финансовых инвестиций выбирают исходя из инвестиционных качеств имеющихся финансовых инструментов.

Прежде всего, необходимо обратить внимание на уровень риска и доходности, которые определяются институциональным статусом эмитента. Эмитенты, выпускающие ценные бумаги, различны, соответственно, их бумаги различаются по уровню дохода и риска. Наименее рискованны государственные ценные бумаги, но доход по таким бумагам минимальный. Бумаги, выпущенные региональными и муниципальными органами, привлекательны для жителей данного региона. Они также дают невысокий доход, но и уровень риска по ним невысок. В качестве привлечения внимания к таким бумагам местные власти часто предоставляют их владельцам определенные налоговые или арендные льготы.

Банковские ценные бумаги обладают умеренным уровнем риска и более высоким доходом по сравнению с государственными и муниципальными, поэтому они более привлекательны для инвестора. Корпоративные ценные бумаги обладают непредска-

зуемым доходом и высокой степенью риска, это очень четко проявляется на российском рынке ценных бумаг.

Инвестора интересует в ценных бумагах прежде всего их доходность, причем об этом показателе в некоторых бумагах можно составить очень четкое представление, другие показатели непредсказуемы. Так, заранее известны сроки и размер текущих выплат по облигациям, определены сроки возврата всей суммы уплаченных за них денег. По долевым ценным бумагам, рыночный курс которых зависит от множества факторов, а размер дивидендов определяется степенью эффективности работы эмитента, степень доходности определить значительно сложнее.

Все ценные бумаги подразделяются на *краткосрочные*, *среднесрочные* и *долгосрочные*. Соответственно, чем длиннее срок их жизни, тем больше степень риска вложений в эти бумаги. Поэтому краткосрочные ценные бумаги обладают самым низким уровнем риска, но и уровень доходности у них ниже. Несмотря на это, они всегда пользуются спросом у инвестора.

Именные ценные бумаги являются низколиквидными, так как процедура переоформления прав собственности достаточно сложна и требует времени. *Ценные бумаги на предъявителя* свободно обращаются на рынке, что способствует росту их ликвидности.

Все вышеперечисленное заставляет инвестора выбирать вполне определенный тип приобретаемых ценных бумаг. Следующая задача — выбрать конкретный фондовый инструмент, а для этого — *определить их эффективность*.

5.2. Оценка эффективности операций с облигациями, акциями и векселями

Как уже отмечалось, капитал в ценные бумаги инвестируют с различными целями. *Наиболее частая цель* — получение дохода, причем эта цель превалирует всегда, когда идет речь о покупке облигаций. Но и в этом случае необходимо представлять

себе те риски, которые могут возникнуть у инвестора. Нет никаких гарантий, что эмитент через какое-то время сможет вернуть вложенные под облигации в его развитие деньги. У него могут возникнуть обстоятельства, не позволяющие своевременно выплачивать необходимые процентные выплаты, наконец, он может досрочно отозвать облигацию. Все это чревато **риском недополучения процентных выплат или невозврата вложенных денег**

Если инвестор купил облигации, тем более долгосрочные, в расчете получить больший доход, чем при вложении денег в банк, а банковская ставка возросла, это означает, что он потеряет часть возможной прибыли: изменить условия покупки облигаций он не может, а выплаты по ним получаются меньшие, чем при вложении этой же суммы в банк. Возникает **риск недополучения возможного дохода**. Этот же результат возможен при развитии инфляции, а риск увеличения ее темпов всегда присутствует на рынке. И наконец, может возникнуть ситуация, связанная как с конъюнктурой рынка, с состоянием экономики в целом, так и с положением эмитента, которая не позволит продать имеющиеся ценные бумаги, т.е. возникнет **риск низкой рыночной ликвидности**.

В связи с этим очень важно правильно определить положение и перспективы развития эмитента, о чем частично говорит его статус на рынке, поэтому предпочтение отдается государству или крупным корпорациям.

Для инвестора покупка облигаций привлекательна вследствие особенностей выпуска этих бумаг. Облигации обладают высоким статусом, так как перед выпуском необходимо пройти жесткую и сложную процедуру эмиссии, контролируруемую Федеральной службой по финансовым рынкам. Количество выпускаемых облигаций не должно превышать размер уставного капитала фирмы-эмитента. Информация по облигациям достаточно открыта, публичное их обращение на рынке ценных бумаг в глазах инвестора снижает уровень риска.

В России государственные облигации выпускаются двух типов: федеральные государственные, выпущенные от имени РФ,

и государственные субъектов РФ, выпущенные от имени субъекта. Облигациями, приносящими процентный доход, являются государственные федеральные облигации (ОФЗ), облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ), облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ). Ожидаемые денежные доходы складываются из получаемых процентов и стоимости облигации на момент погашения.

Доходность ОФЗ для последнего купонного периода (без учета налогообложения) рассчитывается по формуле, предложенной Банком России:

$$r = \{(N + C) : (P + A) - 1\} 365 : t \cdot 100\%,$$

где r — доходность облигации к погашению, % годовых;

N — номинал облигации, ден. ед.;

P — цена покупки облигации, ден. ед.;

C — купонный доход, ден. ед.;

t — срок до выплаты купонного дохода, дни;

A — накопленный купонный доход, ден. ед.

Величина текущего купонного дохода рассчитывается по формуле

$$C = RT : 365,$$

где R — годовой купон, ден. ед.;

T — количество дней в текущем купонном периоде, дни.

Доходом по государственным краткосрочным облигациям является дисконт, полученный в виде разницы между ценой размещения (продажи) и ценой погашения (покупки). **Доходность к погашению** с учетом налоговых льгот определяется по формуле

$$r = \{[N(1 - \text{tax}) - P(1 - \text{tax})] : P\}(365 : t),$$

где r — доходность к погашению, доли ед. (проценты);

N — номинальная цена облигации, ден. ед.;

P — цена покупки облигации, ден. ед. (процент к номиналу);

tax — ставка налога на прибыль, доли ед.;

t — срок обращения облигации или период до погашения облигации, дни.

Основное преимущество государственных и муниципальных облигаций для инвестора в том, что процентный доход по ним облагается налогом по пониженной ставке.

Корпоративные облигации являются более рисковыми, поэтому прежде чем инвестировать в них деньги необходимо проанализировать кредитоспособность эмитента, условия выпуска облигаций, а при условии покупки облигаций на вторичном рынке — проследить динамику рыночной цены облигации. В развитых рыночных странах эту работу по заказу инвесторов выполняют специальные аналитические компании, они же составляют рейтинги надежности таких бумаг. Исходя из этих данных нужно иметь в виду, что чем ниже место компании-эмитента в этом рейтинге, тем большую доходность он должен предложить инвесторам.

Доходность до погашения по операциям с корпоративными облигациями рассчитывается по той же методике, что и по государственным облигациям.

Российский рынок ценных бумаг представлен достаточно разнообразными долговыми обязательствами корпораций, чаще всего ориентированными на относительно короткие сроки. Эти бумаги заполняют на рынке нишу краткосрочных инструментов и привлекают инвесторов более высокой доходностью и небольшими сроками кредитования по сравнению с федеральными государственными облигациями.

Оценка эффективности вложения в акции осуществляется на основе двух типов анализа: фундаментального и технического. **Фундаментальный анализ** предполагает оценку ценной бумаги с точки зрения эмитента. Общая направленность анализа “сверху-вниз” предполагает три этапа, или три ступени, анализа. Сначала рассматриваются макроэкономическое состояние экономики, ее основные показатели: ВВП, уровень инфляции, безработицы, динамика процентных ставок, валютного курса и проч. Подробно изучаются основные направления фискальной и монетарной политики государства, практика управления рынком ценных бумаг со стороны государственных органов. На

основании этого делается вывод о характере инвестиционного климата в стране и рациональности инвестиционных вложений.

На следующем этапе также подробно анализируется состояние отрасли, в которой функционирует эмитент, определяется фаза экономического цикла, на которой она находится в настоящее время, делается попытка выяснить, насколько уровень деловой активности предпринимателей, занятых в данной отрасли, чувствителен к подъему или спаду экономики в целом. И только затем переходят к анализу состояния отдельного предприятия-эмитента.

Существуют три основных подхода к анализу инвестиционной привлекательности предприятия: рыночный, бухгалтерский и комбинированный. Наибольший интерес представляет *рыночный подход*. Он основан на анализе внешней информации о компании. Как правило, оцениваются исключительно динамика рыночной стоимости акций компании и величины выплачиваемых дивидендов. Такой подход важен для инвесторов, рассчитывающих получить возврат вложенных ими средств через получение дивидендов или продажу своего пакета акций по более высокой цене. Для этого рассчитывается несколько показателей.

Полная доходность от вложения в акции компании определяется по формуле:

$$\text{ПДох} = [(\text{Ц}_2 - \text{Ц}_1 + \text{Д}) : \text{Ц}_1] \cdot 100\%,$$

где ПДох — полная доходность компании, %;

Ц_1 и Ц_2 — соответственно цены акции в начале и конце периода ден. ед.;

Д — выплаченные в этот период дивиденды, ден. ед.

Этот показатель характеризует доходность, которую акционер получает на вложенный капитал за определенный период времени, в течение которого он владеет акцией. Затем этот показатель сопоставляется с доходностью других компаний.

Далее определяются показатели используемого капитала и рыночной стоимости компании. **Используемый капитал** представляет собой по сути инвестиции, вложенные в компанию, и

определяется как сумма акционерного капитала и долгосрочной задолженности, а **рыночная стоимость** (или рыночная капитализация) характеризует эффективность использования этого капитала с точки зрения рынка. Она определяется как произведение цены акции на их общее количество. Разница между этими показателями есть **рыночная добавочная стоимость на вложенный капитал**. С одной стороны, этот показатель заставляет компанию работать над увеличением капитализации, а с другой — вынуждает отслеживать изменения в величине акционерного капитала, вложенного в фонды компании.

Отношение рыночной стоимости компании к используемому капиталу позволяет увидеть, как оценивает рынок будущее развитие компании. Если этот показатель больше единицы, то рынок настроен оптимистично, в эту компанию можно вкладывать деньги. Если показатель не превышает единицы, это означает что у компании финансовые трудности, и от вложений в нее лучше воздержаться.

Расчет средневзвешенной стоимости капитала позволяет оценить эффективность работы компании. Для этого используют следующий расчет: акционерный капитал, умноженный на его долю в общем капитале фирмы, складывают с заемным капиталом, умноженным на его долю в общем капитале. Сравнение также идет по нескольким компаниям.

$$C(WACC) = \frac{E}{K} \cdot y + \frac{D}{K} \cdot b,$$

где E — собственный акционерный капитал, ден. ед.;

D — заемный капитал, ден. ед.;

K — инвестированный капитал ($K = E + D$), ден. ед.;

y — требуемая или ожидаемая доходность от собственного капитала, %;

b — требуемая или ожидаемая доходность от заемных средств, %.

Бухгалтерский подход основывается на анализе внутренней информации о работе компании — прибыли и потоках денеж-

ных средств. **Комбинированный подход** использует как внешние, так и внутренние показатели.

Выбор методики зависит от целей анализа, наличия надежной информации, специфики бизнеса. Инвестор должен определить, какая цель и какой доход его больше интересуют — от получения дивидендов или от изменения рыночных цен на акции. Если это получение дивидендного дохода, то необходимо иметь в виду, что по степени защищенности дивидендов акции бывают привилегированные и простые. Привилегированные акции дают твердый доход независимо от результатов работы фирмы, а простые — с учетом этих результатов и в соответствии с дивидендной политикой фирмы. В первом случае это стабильный доход, но нужно помнить, что если предприятие работает эффективно и успешно развивается, то уровень дохода по простым акциям может превысить доходы от привилегированных.

С точки зрения зависимости доходов от фазы экономического цикла можно выделить агрессивные и защитные акции. **Агрессивные акции** — это акции акционерного общества, доходы которого во многом зависят от состояния экономической конъюнктуры, от фазы экономического цикла. К таким акциям относятся акции автомобилестроительных фирм, и когда экономика находится на стадии подъема, они могут принести инвестору большие прибыли. **Защитные акции** — это акции компаний, доходы которых практически не зависят от общего состояния экономики. Это могут быть предприятия жилищно-коммунальной сферы, транспорта, связи и др. В случае спада в экономике доходы таких компаний снижаются в меньшей степени, чем в других отраслях.

Необходимо отслеживать и динамику выплат дивидендов по акциям. Так, если замечен рост дивидендных выплат, это может свидетельствовать не только о росте прибыли компании, но и о том, что у нее практически отсутствуют перспективные инвестиционные проекты. Поэтому вся получаемая прибыль тратится на текущие выплаты, а не на развитие, что неизбежно в будущем приведет к снижению эффективности работы компа-

нии и ее прибылей. Снижение дивидендных выплат или даже отсутствие их может говорить о своеобразной политике компании, которая инвестирует всю полученную прибыль в развитие производство, что позволит в будущем получать высокие доходы.

Завершающим этапом такого анализа является моделирование рыночной цены ценной бумаги с учетом состояния предприятия-эмитента, политики предприятия по отношению к инвестору и прогноза общего состояния рынка ценных бумаг.

Другой вид анализа при выборе объекта инвестиций — **технический анализ**. Он возник в конце XIX века, и его основоположником считается Чарльз Доу. Отсутствие в те времена достоверной информации о состоянии отраслей промышленности и отдельных предприятий заставило использовать имеющийся у инвесторов материал — цены и продажи ценных бумаг на фондовых рынках. Сегодня этот метод исходит из того, что изменение курсов ценных бумаг на рынке есть результат состояния не только самого рынка, но и отдельного эмитента.

Изучая спрос и предложение ценных бумаг, динамику операций с ними, изменение курсов, можно выявить определенную закономерность динамики рыночного курса конкретной ценной бумаги в течение конкретного времени, т.е. определить так называемый тренд. Исходя из этого, вытекает **основная задача инвестора** — определить момент изменения этого тренда на противоположный и предпринять необходимые меры, т.е. фактически обыграть рынок. Приемы технического анализа чаще всего используют **при управлении краткосрочными инвестициями**, что особенно важно для российского рынка, где такие инвестиции преобладают. Как показала практика, такой анализ дает достаточно точный прогноз цен фондового рынка, помогает определить сроки и объемы покупок и продаж отдельных бумаг или примерно рассчитать возможный инвестиционный доход.

И еще один инструмент, который активно используется в финансовом инвестировании, — это **вексель**. По своей природе это универсальный финансовый инструмент, который **способен выполнять несколько экономических функций**: кредитную, обе-

спечительную, расчетную, средства платежа, поэтому он достаточно привлекателен для инвестора. То, что вексель дает возможность получить деньги по нему ранее указанного срока посредством учета его в банке или получения кредита под залог векселя, делает его достаточно ликвидным инструментом, что усиливает интерес инвестора к нему.

Вексельный рынок представлен *двумя типами векселей* — товарными и финансовыми. Для инвестора интерес представляют **финансовые векселя**. По сути они являются активами с фиксированной доходностью и заранее известным сроком погашения, т.е. они аналогичны облигациям. Поэтому инвесторы считают их доходными бумагами и часто включают в состав инвестиционных портфелей.

Рынок векселей обладает несколькими характерными чертами, отличающими его от рынка акций: у него более низкая подвижность и он меньше подвержен изменениям цен под влиянием внешних факторов. **Инвестиционные качества векселей** напрямую зависят от степени надежности векселедателя, поэтому необходимо предварительно оценить платежеспособность и финансовую устойчивость данной компании. И конечно, большое внимание нужно уделять правильности оформления векселей, их соответствию обязательным реквизитам.

На российском рынке векселей главным образом обращаются банковские векселя и векселя нефтегазового сектора, которые своевременно погашают свои задолженности и предлагают оптимальное соотношение доходности и ликвидности. Для сравнения векселей по этим показателям служат векселя компании ОАО «Газпром». Но в целом российский вексельный рынок предлагает пока еще недостаточный набор инструментов для инвестиционных операций.

На финансовом рынке каждый инструмент обладает определенными инвестиционными параметрами, при этом существует прямая зависимость между уровнем доходности и степенью риска данных инвестиций. Кроме того, инвестор должен учитывать имеющиеся у него ограничения: объем средств, сро-

ки, допустимый уровень риска и необходимый уровень доходности, который как минимум должен быть больше, чем уровень инфляции за планируемый период.

Вопросы для самоконтроля

1. Каковы цели финансовых инвестиций?
2. Какие типы финансовых инвестиций вы знаете?
3. Какие факторы влияют на риски в финансовых инвестициях?
4. Как оценивается эффективность вложений в акции?
5. Как оценивается эффективность вложений в облигации?
6. От чего зависит инвестиционное качество векселя?

Глава 6. ИНВЕСТИЦИИ В ФОРМЕ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

6.1. Сущность и классификация капитальных вложений

Основной задачей и базой для развития предприятий служат реальные инвестиции, которые преимущественно осуществляются в форме капитальных вложений. **Капитальные вложения** — это затраты на развитие основного капитала путем строительства новых и реконструкции действующих предприятий, приобретение необходимых элементов капитала, позволяющих эксплуатировать создаваемые мощности. Аналогичное понятие капитальных вложений дается в Федеральном законе от 2 января 2000 г. № 22-ФЗ “Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений”.

Капитальные вложения являются основным условием осуществления расширенного воспроизводства в стране, причем не только с точки зрения количественных показателей, но и качественного совершенствования, так как благодаря им постоянно осуществляется обновление основного капитала действующих предприятий. Также капитальные вложения способствуют совершенствованию структуры общественного производства, поддержанию сбалансированности в экономике, создают необходимую сырьевую базу для развития всех отраслей национального хозяйства. На основе всех перечисленных видов деятельности ускоряется научно-техническое развитие страны, улучшается качество и ассортимент выпускаемой продукции. Одновремен-

но капитальные вложения способствуют решению задач социального развития: они помогают решать проблемы безработицы, способствуют развитию здравоохранения, образования, культуры, обеспечивают население необходимым жилым фондом, участвуют в работах по охране окружающей среды.

В современной экономике России капитальные вложения становятся тем необходимым фактором, без которого невозможен прорыв в экономике, обеспечение высоких темпов экономического роста. Состояние действующего производства в стране требует немедленного обновления изношенного и морально, и физически производственного оборудования, перехода на новые технологические принципы функционирования производства. Кроме того, в стране объективно необходимо провести структурную реформу и сформировать структуру национального хозяйства, соответствующую сегодняшнему этапу развития рыночной экономики России.

Капитальные вложения, осуществляемые в производство, обычно классифицируют по нескольким признакам.

По назначению обычно все капвложения подразделяются на производственные и непроизводственные. В составе первых обычно выделяют вложения в строительство зданий и сооружений, в машины и оборудование, в увеличение запасов сырья и материалов. К второй группе относятся вложения в объекты соцкультбыта, объекты инфраструктуры городского хозяйства, библиотеки, детские учреждения и т.п.

По элементам вложения выделяют материальные и нематериальные вложения. Все расходы на строительство и реконструкцию зданий, покупку машин, оборудования, инструментов, т.е. все средства, затраченные на активы, имеющие материальное содержание, включают в материальные вложения. Вложения в активы интеллектуальной собственности, не имеющие материального содержания (имущественные права, патенты, лицензии, программное обеспечение, технологии, ноу-хау и проч.), относятся к нематериальным вложениям.

По технологической структуре обособляют инвестиции в осуществление строительно-монтажных работ, на приобретение оборудования, инструмента и прочие капитальные работы и затраты. По направлениям использования выделяют две группы капвложений в зависимости от типа воспроизводства: связанные с интенсивным развитием (новое строительство и расширение действующих предприятий) и с экстенсивным (новое строительство и расширение действующих предприятий). Это деление весьма условно, так как практически сейчас нельзя осуществлять новое строительство, не учитывая в проектах последние достижения науки и техники.

По источникам финансирования имеются вложения, осуществляемые за счет собственных средств, и привлеченные, т.е. за счет заемных средств.

По степени централизации капвложения подразделяются на государственные (за счет средств государственного бюджета и бюджетов субъектов Федерации, а также министерств и ведомств) и децентрализованные (за счет средств предприятий).

По происхождению инвестиции разделяются на отечественные и иностранные.

Важной характеристикой капитальных вложений является их **отраслевая и территориальная структура**, позволяющая оценить эффективность инвестиций в масштабе страны. Считается, что инвестиции используются рационально, если большими темпами увеличиваются капитальные вложения в отрасли, определяющие научно-технический прогресс и служащие базой для совершенствования всего национального хозяйства. **Технологическая структура** характеризует распределение капитальных вложений между активной и пассивной частями основного капитала. Преобладание вложений в активную часть способствует увеличению производственных мощностей и росту объемов производства. Эффект от таких вложений возрастает, если приобретается высокоэффективная прогрессивная техника. **Воспроизводственная структура** отражает распреде-

ление инвестиций по направлениям развития и формам расширенного воспроизводства.

Капитальные вложения осуществляются в форме нового строительства, реконструкции и технического перевооружения. **Под новым строительством** понимается возведение новых объектов с законченным технологическим циклом. Эта форма используется, когда необходимо увеличить объемы производства или в целях диверсификации производственной деятельности. Расширение действующих предприятий происходит, если не хватает производственных площадей для размещения дополнительного или нового оборудования. В этом случае осуществляется строительство дополнительных цехов, участков на новых площадях в дополнение к действующим или пристройки к существующим корпусам.

Реконструкция — это проведение строительно-монтажных работ на действующих площадях без остановки основного производства. В этом случае происходит полная замена морально устаревшего и физически изношенного оборудования. Целью таких работ является освоение новых технологий, переход к выпуску качественно новых видов продукции.

Техническое перевооружение — это мероприятия, направленные на замену и модернизацию оборудования. Осуществляются эти работы путем внедрения новой техники и технологии, модернизации и замены устаревшего оборудования с целью обеспечения роста производительности труда, улучшения качества выпускаемой продукции.

Предприятие выбирает конкретный вид капитальных вложений в зависимости от требований рынка, а также экономического и финансового положения предприятия. Так как финансовая нагрузка на предприятие при разных формах капитальных вложений существенно различается: от максимальной при новом строительстве до минимальной при техническом перевооружении, предприятие чаще всего выбирает именно последнюю форму — техническое перевооружение, которое становится жизненно необходимым в условиях научно-технического про-

гресса. Усиливающим фактором в этом случае служат и короткие сроки окупаемости вложений.

При выборе формы капитальных вложений учитывается и ожидаемая экономическая эффективность. На практике существуют **два способа определения эффективности: затратный и доходный. При затратном подходе** используется методика сравнительной эффективности, в основе которой лежат расчеты снижения себестоимости на единицу продукции после осуществления капитальных вложений. Определяются два показателя: коэффициент эффективности и срок окупаемости капитальных вложений по следующим формулам:

$$K_э = \frac{C_1 - C_0}{K_i}; \quad T_{ок} = \frac{K_i}{C_1 - C_0},$$

где $K_э$ — коэффициент эффективности;

C_0 и C_1 — себестоимость единицы продукции до и после капитальных вложений, ден. ед.;

K_i — капитальные вложения по рассматриваемому i -му варианту, ден. ед.;

$T_{ок}$ — срок окупаемости капитальных вложений, годы.

Доходный подход предполагает, что целью любых капитальных вложений является прирост дохода (прибыли). В этом случае эффективность определяется на основе повышения стоимости предприятия. Соответственно, инвестиционные решения имеют смысл только тогда, когда они повышают рыночную стоимость предприятия, которая отражается прежде всего в повышении курсов акций или долей участия в предприятии. Следствием создания новых активов должно быть производство дополнительного дохода или повышение прибыли предприятия в больших размерах, чем вложенные средства. В идеале темпы прироста прибыли должны быть выше, чем темпы прироста объемов производства, а последний должен осуществляться большими темпами, чем прирост стоимости активов. В результате происходит рост рентабельности активов за счет увеличения рентабельности продаж и фондоотдачи.

Как и во всякой деятельности, в процессе капитальных вложений различаются объекты и субъекты. **Объектами** капитальных вложений являются различные виды вновь создаваемого или модернизируемого имущества, существующего в различных формах собственности. **Субъектами** инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, являются инвесторы, заказчики, застройщики, подрядчики, проектировщики и пользователи объектов капитальных вложений.

Инвестор — это субъект инвестиционной деятельности, осуществляющий финансирование объекта инвестиций и имеющий юридические права на полное распоряжение результатов этого процесса. Он определяет сферу приложения капитальных вложений, разрабатывает условия контрактов, принимает решения по организации работ с целью определения проектировщика, подрядчика, поставщиков путем объявления торгов или частных предложений, осуществляет все финансовые и кредитные отношения со всеми участниками инвестиционного процесса.

Заказчик — физическое или юридическое лицо, принявшее на себя функции организатора и управляющего реализацией инвестиционного проекта. Он ведет работы, начиная от разработки технико-экономического обоснования и заканчивая сдачей объекта в эксплуатацию. Обычно заказчики не вмешиваются в предпринимательскую деятельность других субъектов, участвующих в проекте.

Застройщик — юридическое или физическое лицо, обладающее правами на земельный участок под застройку, т.е. землевладелец, собственность которого используется для создания новых объектов. Он передает свой земельный участок в аренду заказчику, и тот использует его для своих нужд.

Подрядчик — строительная фирма или иная организация, выполняющая работы по договору подряда или по контракту. Он отвечает перед заказчиком за выполнение работ в полном соответствии с условиями договора. Подрядчик может по согласованию с заказчиком привлекать для выполнения комплекса или

вида работ другие организации, заключая с ними договор субподряда. Но ответственность за выполнение всех работ в сроки, предусмотренные договором, за качество их выполнения несет подрядчик. Подрядчик может принять на себя обязательство по обеспечению работ всеми необходимыми видами материалов и оборудования. Он вправе потребовать от заказчика пересмотра сметы, если по не зависящим от него причинам стоимость работ превысила смету не менее чем на 10%.

Проектировщик — проектная или проектно-изыскательская и научно-исследовательская фирма, осуществляющая по договору или контракту с заказчиком разработку проекта объекта. Для разработки специальных разделов проекта или проведения научных исследований генеральный проектировщик может привлекать специализированные проектные или научно-исследовательские организации. В этом случае он несет полную ответственность за качество выполненных ими работ, технико-экономические показатели объекта.

Пользователь объектов капитальных вложений — это физические или юридические лица, или государственные органы и международные организации, для которых создаются объекты. Естественно, что пользователем объекта может быть и сам инвестор.

Таким образом, в инвестиционном процессе участвуют несколько независимых организаций, имеющих разные целевые задачи в достижении своего экономического эффекта. Основными целевыми задачами инвестора и заказчика является реализация проекта, сооружение объекта и ввод его в эксплуатацию. Эти задачи нужно решать в самые короткие сроки с минимальными затратами, для того чтобы максимизировать доход от этого объекта.

Главной целью подрядчика является получение максимальной прибыли и рентабельности осуществляемых работ. Эта цель может быть достигнута двумя путями: увеличением расценок на отдельные виды работ, т.е. путем их удорожания, или снижением затрат на основе достижений научно-технического прогресса.

Первый путь наиболее легкий, но он находится в противоречии с главной задачей инвестора и заказчика. Для разрешения этого противоречия необходимо использовать определенные стимулы, которые объединили бы интересы всех участников строительства в достижении главной цели.

6.2. Финансирование инвестиций в недвижимость

Недвижимое имущество является важнейшим экономическим ресурсом и играет роль той среды, в которой осуществляется человеческая деятельность. Россия обладает огромными запасами минерально-сырьевых ресурсов, значительными водными и земельными ресурсами, на территории страны находятся тысячи предприятий и организаций, огромная непроектируемая сфера, необходимо лишь рационально использовать их, развивать и совершенствовать. Согласно ст. 130 Гражданского кодекса РФ к **недвижимости** относят земельные участки, недра, леса, здания, сооружения и все, что связано с землей, те объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно.

В хозяйственной практике при оценке под недвижимостью понимают прежде всего различные строения и земельные участки как под этими строениями, так и отдельные. Согласно общепринятой классификации **к объектам недвижимости относятся** здания (кроме жилых), сооружения, жилища, многолетние насаждения, незавершенное строительство. Из этих определений видно, что понятие недвижимости различается прежде всего в зависимости от того, как рассматривается эта категория: как материально-вещественное, юридическое или экономическое понятие.

С точки зрения материально-вещественного содержания недвижимость — это земля как физический объект и все, что с ней прочно или неразрывно связано. Это классический подход к недвижимости, используемый практически во всех странах. При этом выделяются такие понятия, как “земля”, “недвижимость”

и “недвижимая собственность”. Смысл, который вкладывается в эти понятия, существенно различается.

Под термином “земля” понимается вся поверхность земли и все предметы природного происхождения, постоянно закрепленные на земле. Земельная собственность включает также полезные ископаемые и другие субстанции под поверхностью земли вместе с воздушным пространством над данной поверхностью.

Термин “недвижимость” шире, чем термин “земля”. Он включает в себя все выполненные человеком элементы, улучшающие его быт на земле — здания, улицы, сооружения и проч. В понятие **“недвижимая собственность”** включается еще и пакет прав на собственность. Таким образом, под **недвижимостью** понимается комплекс материальных объектов, образованный земельным участком, в том числе содержанием недр под ним и воздушным пространством над ним, а также прочно связанными с ними элементами, включая здания и сооружения.

Недвижимость как объект правовых отношений включают в себя все перечисленные выше элементы, что закреплены в ГК РФ. Кроме того, этот документ признает, что в РФ недвижимостью считаются подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты. В правовой практике чаще всего говорят не о вещах как таковых, а о вещных правах, поэтому говоря о недвижимости часто используют понятие “недвижимая собственность”. Таким образом, **недвижимая собственность**, с одной стороны, это совокупность прав собственности на недвижимое имущество, а с другой — единство материального тела и права собственности на него.

Недвижимость как объект экономических отношений рассматривается с точки зрения функций, которые она выполняет в экономике. Эти функции многообразны. Современная экономика рассматривает недвижимость как товар особого рода, который продается и покупается независимо от того, создан этот товар человеком или природой, например земля. Этот товар может быть потребительским товаром длительного пользования

(например, дом или квартира) или товаром инвестиционного характера (квартира, купленная для сдачи в аренду и получения дохода). Недвижимость рассматривается как объект для инвестиций, финансовый актив, предмет потребления, фактор производства и проч. Так как недвижимость рассматривается как вещь и как объект права собственности, то часто под рынком недвижимости понимают рынок оборота прав на недвижимость, а не недвижимость как таковую.

Если рассматривать недвижимость как экономический актив, то в соответствии с разделением всех активов на материальные и нематериальные, недвижимость, конечно, должна относиться к материальным активам. Но нужно иметь в виду, что часть экономистов не признает недвижимость финансовым активом. Это связано также и с тем, что она двойственна по природе и помимо обеспечения дохода от продажи прав на недвижимость на рынках капитала должна еще и обеспечивать пользователей конкретным физическим пространством, иметь вещную форму. Остальные финансовые активы таким свойством не обладают, что дает возможность исключить из их состава недвижимость.

Чаще всего недвижимость рассматривается как объект инвестиций. При инвестициях в недвижимость необходимо учитывать **особенности** объекта, которые возникают чаще всего потому, что понятие недвижимости неразрывно связано с землей.

Первая особенность недвижимости — ее **иммобильность**. Любой объект недвижимости привязан к земле, к ее конкретному участку. Разумеется, в некоторых случаях какая-то часть земли или содержание ее недр могут быть перемещены, но географическое расположение данного участка земли фиксировано, оно некогда не может быть изменено. Вторая особенность — **уникальность**. Каждый объект недвижимости уникален и неповторим. Нет абсолютно идентичных зданий, так же как нет и одинаковых земельных участков. Даже если отдельные участки одинаковы по качественным характеристикам, они все различны с географической точки зрения, так как каждый имеет свое

местоположение на поверхности Земли. Третья особенность — **относительная дефицитность недвижимости**. Земля как вещественное благо не воспроизводится человеком. Можно воспроизводить ее отдельные качества, например плодородие, но не саму землю. Поэтому совокупное предложение земли всегда ограничено, больше, чем есть участков земли на поверхности планеты, предложить нельзя. Растущее население планеты и развитие производства постоянно требуют новых земельных участков, поэтому растет относительный дефицит земли, а значит, и недвижимости в целом.

Особенностью недвижимости как объекта инвестиций является **различие в длительности создания и использования зданий и сооружений**, находящихся на земле, и самой земли. Сроки строительства зданий, как правило, составляют не меньше года и могут быть значительно больше. По срокам службы здания и сооружения являются самыми долговечными объектами, созданными человеком, но срок их службы также ограничен. В России действующие строительные нормы выделяют 6 типов жилых зданий со сроками службы от 15 до 150 лет. Практически на Земле есть памятники архитектуры, которые стоят сотни лет, но их долгожительство объясняется качеством строительного материала и соответствующими климатическими условиями. Другой компонент недвижимости — земля — не имеет сроков использования, практически эти сроки неограниченны. В связи с этим земля как экономический ресурс и элемент основного капитала в отличие от других его элементов не амортизируется. Эта “вечность” земли и в то же время возможность улучшать ее отдельные свойства делают инвестиции в землю самыми стабильными и надежными.

Особенности недвижимости как товара определяются физическими свойствами самой недвижимости. Как уже отмечалось, на рынке обращаются права на недвижимость, а не сами объекты недвижимости, так как сама недвижимость физически иммобильна. В связи с длительностью создания и использования объектов недвижимости **ее жизненный цикл значитель-**

но длиннее, чем у других товаров, а денежные потоки за время владения недвижимостью весьма неравномерны. Отдельные элементы недвижимости во времени подвержены разнонаправленным тенденциям. Возрастание относительного дефицита земли, бесконечность срока ее службы, растущая инфляция, рост численности населения, изменения в системах землепользования и ряд других факторов порождают *тенденцию к росту стоимости земли как элемента недвижимости.* В то же время *стоимость другого элемента недвижимости — зданий и сооружений — снижается.* Это происходит под воздействием физического износа в процессе эксплуатации, морального износа вследствие появления на рынке новых, более совершенных объектов, а также под воздействием изменения внешней среды: изменения транспортного сообщения, экологии, появления новых соседних объектов и проч.

Предложение недвижимости на рынке отличается низкой эластичностью. Всегда на этом рынке возникает несоответствие спроса и предложения, и спрос значительно опережает предложение из-за длительности создания и относительной дефицитности объектов недвижимости. Так, если увеличивается спрос на офисные помещения и бизнес-центры, предложение сдерживается относительно длительными сроками строительства таких объектов. Рост спроса на здания, являющиеся памятниками архитектуры (дворцы, замки, родовые имения и проч.), не может увеличить предложение, так как количество таких объектов ограничено. Небольшое увеличение возможно лишь за счет восстановления разрушенных объектов или создания копий. Предложение земли абсолютно неэластично, так как в принципе количество участков на земле увеличить невозможно. Поэтому постоянная *относительная дефицитность недвижимости является фактором, ведущим к росту ее стоимости.*

Для инвестора перечисленные особенности недвижимости воплощаются в организационно-правовые условия работы с нею. С точки зрения права каждый объект недвижимости может включать различные комбинации прав и интересов. *Пра-*

ва разделяются по типу (неограниченное право, право пользования, право распоряжения и проч.), *по элементам объекта* (земля и здания) и *по времени их осуществления*. Права могут быть обременены залогом, сервитутом, условиями контракта и проч. Чаще всего используется сервитут в отношении земельного участка. **Сервитут** — это ограниченное право пользования чужим имуществом. Для проведения воды или газа на участок, для обеспечения подъезда к дому необходимо как-то использовать чужие, соседние участки, и использование их в данных целях возможно только при наличии сервитута.

В различных странах для стимулирования сделок с недвижимостью предусмотрен комплекс налоговых льгот и ограничений. Благодаря им создаются новые возможности для инвесторов, и в то же время они позволяют защитить интересы общества или отдельных субъектов. В Европе и в США вложения в недвижимость дают инвесторам значительную экономию при уплате налогов, в России, к сожалению, льготы инвесторов по налогообложению не столь велики и существуют в основном для физических лиц.

Инвестициями нужно постоянно управлять, что требует значительных затрат. Это связано в первую очередь с процессом создания недвижимости, осуществлением строительных работ, когда работы ведут несколько фирм (подрядчик и субподрядчики) и необходимы постоянный контроль и руководство их деятельностью. Построенные объекты постоянно нуждаются в поддержании их в рабочем состоянии, что также требует определенных затрат на контроль этого состояния и проведение необходимых работ.

Инвестиции в недвижимость всегда менее ликвидны, чем финансовые активы, так как их реализация требует значительно большего времени. В то же время они **отличаются большим риском и неопределенностью**. Риски увеличиваются за счет низкой ликвидности и иммобильности недвижимости, поэтому прежде чем принять решение об инвестициях необходимо особое внимание обратить на возможность изменения внешней среды по

отношению к ней. И здесь будут играть роль все факторы: изменение экологии, доступность для транспорта, наличие и стабильность кредитной системы, удаленность конкурентов, партнеров, потенциальных клиентов и потребителей. Степень неопределенности при инвестициях в недвижимость усиливается более длительными сроками капиталовложений и недоступностью полной и верной информации.

Как мы уже знаем, финансирование инвестиций может осуществляться различными способами, но при вложениях в недвижимость чаще всего используется **ипотечное кредитование**, при котором треть стоимости сделки оплачивается непосредственным инвестором, а остальные две трети равномерно распределяются на весь срок кредита в соответствии с договором ипотеки.

Инвестиции в недвижимость обладают рядом **существенных особенностей по сравнению с другими долгосрочными вложениями**, и особенно с вложениями в ценные бумаги. Доходность таких инвестиций во многом зависит от эффективного управления недвижимым имуществом. Поэтому обеспечение качественного менеджмента является одной из основных задач инвестора, желающего получать большие доходы. Всегда вложения в недвижимость в связи с ее относительной дефицитностью и благоприятным соотношением доходности и риска рассматривались как надежное сбережение средств от инфляции, и обязательно такие инвестиции есть в инвестиционном портфеле каждого предприятия. Несовпадение циклов развития рынка недвижимости с промышленным циклом обеспечивает повышение привлекательности инвестиций в недвижимость в период кризисов экономики и высоких темпов инфляции, в то время как реальные ставки доходности финансовых активов в этот период падают. Это позволяет инвесторам не только сохранить вложенный капитал, но и получить на него доход.

Доходы от недвижимости подразделяются на текущий рентный доход и доход от перепродажи. Кроме того, опреде-

ленные суммы инвестор получает от налоговых льгот. Доходы от недвижимости практически не уменьшаются в периоды роста инфляции, так как инфляция сопровождается повышением ставок, формирующих этот доход. Но чтобы иметь эти доходы, необходимо сначала вложить определенные средства в недвижимость.

Источники финансирования инвестиций в форме капитальных вложений в основном те же, что и при любых инвестициях, и подразделяются на собственные и заемные, а вот используемый инструментарий отличается.

Традиционной формой финансирования инвестиций в форме капитальных вложений является использование собственных средств предприятия. Помимо этого в мировой практике применяются **многообразные инструменты, позволяющие изыскивать средства для капитальных вложений**. Это ипотека, опционы, финансирование с применением аренды, лизинг, гибридные формы обязательств, создание совместных предприятий и консорциумов инвесторов.

Как уже отмечалось, достаточно часто финансирование осуществляется через ипотеку, и почти всегда этот инструмент используется при покупке недвижимости. **Ипотека** — это кредит, выданный под залог недвижимости. В этой форме кредита участвуют две стороны: залогодержатель, являющийся кредитором, и залогодатель, т.е. получатель кредита, выданного под залог. Но в отдельных случаях залогодателем может выступать не получатель кредита, а третье лицо — гарант, давший свое имущество в залог и несущий ответственность за возврат полученного кредита. Имущество, на которое установлена ипотека, остается у залогодателя в его владении и пользовании. Договор об ипотеке требует обязательной государственной регистрации и нотариального заверения.

Права залогодержателя удостоверяются **закладной**, которая является именной ценной бумагой и удостоверяет право на получение денежной суммы, выданной под ипотеку указанного имущества, и право залога на указанное имущество.

Ипотечный кредит, выданный под залог недвижимости, до этого момента свободной от залога, называют *первой, или старшей, ипотекой*. Под заложенную собственность можно получить еще кредиты, но это будут уже *вторичные, или младшие, ипотеки*. По сути, эти операции являются *перезалогом*. В связи с этим существует *определенная последовательность в погашении ипотечных кредитов*. Если получатель кредита не может вернуть его, то залогодатель должен передать свое имущество залогодержателю. В первую очередь удовлетворяются требования кредиторов по первой закладной и только потом — по младшим закладным. Кредитор, выдавший ссуду по младшей ипотеке, по сути, принимает на себя обязательства по ранее выданным кредитам, и если заемщик не может оплачивать долг первому кредитору, он должен продолжать платить эти суммы за него. Таким образом, кредитор по младшей ипотеке оказывается в ситуации с повышенным риском, и чтобы компенсировать этот риск он устанавливает значительно более высокие проценты за свой кредит как компенсацию за дополнительный риск.

На основе заключенного контракта можно рассчитать *эффективность инвестиций в недвижимость*. Суммы и время получения доходов по ипотеке обычно известны и более точны, чем от инвестирования за счет собственного капитала. Цены на ипотечные закладные, которые можно реализовать на рынке ценных бумаг, также заранее известны, в то время как продажа собственного капитала инвестора может осуществляться по различным ценам. Точность расчетов эффективности по ипотеке увеличивается, так как используется сложный процент.

Инвестиции в форме капитальных вложений можно реализовать через строительство и *через покупку готовой недвижимости*. В последнем случае часто применяют опционы. *Опцион* — это право купить или продать определенный объект собственности по определенной цене в течение конкретного срока. Опцион “колл” заключается на право покупки, опцион “пут” — на право продажи. Владелец недвижимости, продавая опцион, страхуется от снижения цен, а покупатель опцио-

на страхуется от их повышения. *Цена опциона* — это фактически плата за риск. Как любая ценная бумага опцион может обращаться на рынке, но с каждой последующей продажей по мере истечения срока опциона его цена уменьшается. Не нужно забывать, что опцион — это **право** совершить сделку, но **не обязательство**. Поэтому, если ко времени окончания срока действия договора цены не устраивают покупателя или продавца, сделка не состоится. В этом случае собственник недвижимости имеет какой-то доход в виде цены опциона, а покупатель опциона такой же убыток, но этот убыток меньше, чем возможные потери от невыгодной сделки.

При финансировании инвестиций в недвижимость могут быть использованы **гибридные формы обязательств**, например сочетание ипотечного кредита и опциона. Владелец недвижимости заключает договор опциона с будущим покупателем. Одновременно он отдает ему эту недвижимость в качестве залога за кредит. Держатель опциона “колл” одновременно является ипотечным кредитором собственника недвижимости по первой закладной и обеспечивает ему финансирование на льготных условиях по сравнению с теми, которые существуют на обычном ипотечном рынке. Этот способ для инвестора гораздо более выгоден, чем простая ипотека без опциона.

Право преимущественной аренды земли возникает, когда права на недвижимую собственность разделены на право владения зданием на основе аренды и право собственности на землю, на которой это здание построено. В этом случае арендатор здания имеет право пользоваться им как его собственник в течение срока аренды, т.е. он может использовать его для собственных нужд и передавать его в субаренду. По истечении срока аренды владение этим зданием переходит к собственнику земли, на которой оно расположено, а арендатор здания платит ему, как обычно, арендную плату. Если плата не вносится, то собственник земли может принять владение полной недвижимостью. В данном случае аренда земли имеет преимущество перед арендой здания. Самая знаменитая операция по преимущественной

аренде земли была проведена в 1898 г., когда Великобритания взяла у Китая в безрентную аренду на 99 лет Гонконг. За это Великобритания обязалась не расширять свою китайскую колонию, а Китай получил право по окончании срока аренды восстановить свое владение. В 1997 г. это право было реализовано, и Гонконг со всеми улучшениями, произведенными за 99 лет, стал опять китайским владением.

Еще одна форма финансирования капитальных вложений является разновидностью кредитных отношений. Это **лизинг** — долгосрочная аренда недвижимости на срок полезной жизни объекта, обычно около 30 лет. Предметом лизинга могут быть любые объекты недвижимости, кроме земли и других природных объектов. По сути это кредитные отношения в вещной форме, так как, выплачивая арендную плату, инвестор получает возможность в течение длительного времени пользоваться объектом для удовлетворения своих потребностей.

Основным составляющим элементом реализации инвестиций в форме капитальных вложений является капитальное строительство. В нем получили распространение в основном два способа ведения работ: хозяйственный и подрядный.

Использование **хозяйственного способа** предполагает, что строительство объектов осуществляется собственными силами заказчика или подрядчика. Этот способ обычно применяется при расширении или реконструкции действующих предприятий либо когда необходимо построить небольшие новые объекты на территории существующего предприятия. В этих случаях нет смысла задействовать специализированные строительные организации, так как существует неопределенность в предоставлении фронта работ. Поэтому небольшие по масштабам работы различного профиля осуществляются собственными силами, причем загрузка рабочих неравномерна и неритмична.

Численность рабочих, используемых на этих объектах, небольшая, но, как правило, эти рабочие обладают смежными специальностями. Подразделения, выполняющие эти работы, сла-

бо оснащены специализированной техникой, и при невысокой квалификации рабочих производительность труда на этих работах низкая.

Несмотря на некоторые отрицательные стороны таких работ, этот способ обладает и **рядом положительных моментов**. Прежде всего, отпадает необходимость согласовывать ряд вопросов, возникающих при заключении договоров подряда, что экономит время и средства. Так как работы осуществляются силами самого коллектива действующего предприятия и для нужд собственного предприятия, возникает общая заинтересованность в быстром и качественном выполнении таких работ. Руководство строительства и эксплуатации объекта осуществляется из единого центра, по общим принципам, и в общих целях, что повышает эффективность такого способа строительства.

При **подрядном способе** строительство объекта осуществляется специализированными организациями по договорам с заказчиком. Эти организации имеют собственные материально-технические базы, средства механизации, транспорт, постоянные специализированные кадры, имеющие большой опыт подобных работ. В процессе строительства используются созданные промышленным способом конструкции, детали, полуфабрикаты. Все взаимоотношения заказчика и подрядчика осуществляются на основе договоров, причем на весь период строительства до полного завершения стройки заключается генеральный договор. В нем оговариваются взаимные обязательства сторон и ответственность за их выполнение, порядок осуществления строительства, регламентируются условия работы.

Заказчик предоставляет подрядчику площадку для строительства, своевременно передает ему всю утвержденную проектно-сметную документацию, обеспечивает финансирование, поставляет необходимое оборудование. В процессе строительства заказчик осуществляет технический надзор за ходом работ, контроль за соответствием проведенных работ по объемам, стоимости и качеству проектно-сметной документации. По

завершении работ и приемки объектов в соответствии с разработанными техническими условиями заказчик рассчитывается с подрядчиком согласно с условиями договора.

В настоящее время все чаще используется форма строительства объектов **“под ключ”**, когда функции заказчика передаются генеральному подрядчику. В этом случае он принимает на себя полную ответственность за строительство объекта в полном соответствии с утвержденным проектом, в установленные сроки и в пределах утвержденной сметной стоимости. Это повышает заинтересованность подрядчика в экономном расходовании выделенных материальных и денежных средств, так как вся полученная экономия поступает в его распоряжение, упрощается система связей, что способствует ускорению и удешевлению строительства.

6.3. Особенности ценообразования в капитальном строительстве

Основные затраты в процессе реализации инвестиционных проектов приходятся на осуществление работ по капитальному строительству. В связи с этим стоимость проекта во многом зависит от тех цен, которые существуют на строительно-монтажные работы. В связи с переходом России к рыночной экономике ценообразование в строительном комплексе тоже осуществляется на рыночных принципах. Оно основывается на единых для всех отраслей принципах ценовой политики, но в то же время имеет **отличительные особенности**.

Вызваны эти особенности **многообразием строительной продукции**. Каждый объект капитального строительства в определенной мере неповторим, даже у типовых проектов имеются отличия, так как они привязываются к конкретной местности. Кроме того, влияют на затраты при осуществлении строительных работ и различные природно-климатические условия, возможности освоения отведенного участка земли. Природно-

климатические условия строительства, которое всегда идет на открытом воздухе, предполагают различную оплату труда и содержание персонала. Следовательно, **каждый из типовых объектов может иметь свою индивидуальную цену.**

Производственный цикл в строительстве охватывает длительный период времени. В условиях инфляции эта особенность ведет к тому, что **проектная цена, как правило, не совпадает с фактической.** Поэтому участники инвестиционного проекта стараются учитывать это обстоятельство при формировании цены на строительную продукцию. Особенно это касается цен на материалы. Строительство — материалоемкая отрасль, и именно от цен на эти составляющие будет зависеть конечная цена всего объекта, что важно отслеживать в течение всего строительного цикла.

В формировании цены на строительную продукцию одновременно участвуют проектировщик, инвестор, застройщик и подрядчик. У каждого из них свои интересы, которые они отстаивают в процессе согласования цены. Инвестор стремится минимизировать затраты, связанные со строительством, проектировщик, застройщик и подрядчик стремятся назначить большую цену, так как от нее будет зависеть увеличение их прибылей. Поэтому **итоговая цена на строительную продукцию всегда носит компромиссный характер, она является итогом уступок со стороны всех участников.**

Это процесс формирования **рыночной цены.** Но в ряде случаев эти цены регулируются государством. Такое возможно, если производители продукции по определенным критериям относятся к монополистам, чаще всего это организационные структуры естественных монополий. В этом случае цена устанавливается или производителями, или специальными комиссиями, но в пределах, установленных государством.

Работа по определению стоимости строительства и цен на строительную продукцию начинается с составления сметы.

Сметная стоимость строительства представляет собой сумму денежных средств, необходимую для осуществления пред-

лагаемого проекта. Она определяется в ходе разработки проектной документации. Для подготовки сметы необходимы сам проект, вся рабочая документация (чертежи, спецификации, основные решения, пояснительные записки) и действующая сметно-нормативная база. В результате проведенных расчетов определяется **сводный сметный расчет**, в котором заложен сметный лимит средств, необходимых для полного завершения строительства всех объектов, предусмотренных проектом.

Сводный расчет состоит из 12 глав, которые включают расчеты по работам от подготовки территории и возведения всех объектов и сетей до благоустройства, озеленения территории и подготовки необходимых для эксплуатации объекта кадров. В зависимости от полученной суммы устанавливается резерв на непредвиденные расходы: не более 2% для объектов социальной сферы и 3% для объектов производственного назначения.

Вместе резерв и сметный расчет образуют **сметную стоимость строительства**. По экономическому содержанию сметная стоимость складывается из затрат на строительные работы, работы по монтажу оборудования, затрат на приобретение необходимого оборудования и инвентаря, и проч.

На практике строительные и монтажные работы объединяются в одну статью — **строительно-монтажные работы**. Их сметная стоимость определяется по следующей формуле:

$$C_{\text{смп}} = \text{ПЗ} + \text{НР} + \text{П}_\text{н},$$

где $C_{\text{смп}}$ — стоимость строительно-монтажных работ, ден. ед.;

ПЗ — прямые расходы, ден. ед.;

НР — накладные расходы, ден. ед.;

$\text{П}_\text{н}$ — плановая сметная прибыль, или плановые накопления, ден. ед.

Прямые расходы включают оплату труда строительных рабочих, стоимость материалов, деталей и строительных конструкций и эксплуатационные расходы строительных машин и механизмов. Все прямые расходы определяются прямым счетом на основе фактических объемов работ и сметных норм и цен.

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

Сметная прибыль, или плановые накопления — это средства, необходимые для покрытия отдельных расходов организаций, не относимые на себестоимость строительной продукции. Они являются гарантированной частью цены строительной продукции, устанавливаются по согласованию сторон и обычно составляют 8% от суммы прямых затрат и накладных расходов.

Сметная стоимость строительства является основой для определения **договорной цены** между заинтересованными лицами (заказчиком и подрядчиком). Обычно договорная цена устанавливается на момент заключения договора между сторонами. Но строительство — длительный процесс, в течение которого меняется экономическая ситуация в стране, и к завершению строительства договорная цена не будет отражать реальную действительность. Поэтому договаривающиеся стороны корректируют договорную цену и устанавливают **цену реализации строительного объекта**.

Для снижения цены строительства и выбора наиболее выгодных и для заказчика, и для подрядчика условий проводятся подрядные торги. **Подрядные торги** — это форма размещения заказов на строительство, предусматривающая выбор подрядчика для выполнения работ и оказания услуг на основе конкурса. В России они начали проводиться с 1992 г., и в 1993 г. была образована межведомственная комиссия по подрядным торгам. Эта комиссия проводит правовое и методическое обеспечение торгов, содействует распространению информации и развитию сети консультационных фирм.

Торги могут быть двух типов — открытые и закрытые. **При закрытых торгах** заказчик приглашает для участия в торгах несколько уже известных ему фирм, из которых он выбирает ту, которая предложит более выгодные условия. **При открытых тор-**

гах дается объявление в открытой печати и приглашаются все желающие принять участие в торгах.

Заказчик в открытой или закрытой форме объявляет о намерении объявить торги, оглашает место и время их проведения и приглашает желающих принять в них участие. К этому времени разрабатывается комплект документации, в котором определяется предмет торгов и основные условия, этот комплект называется **тендером**. При объявлении торгов заказчик также указывает точную дату рассмотрения предложений. Для этого создается тендерный комитет, который за небольшую плату передает всем участникам тендерную документацию. Участник торгов после изучения этой документации вносит свои предложения и в качестве подтверждения серьезности своих намерений передает в комитет необходимые документы и вносит залог в размере 2% от суммы предложения. Если комитет не принимает этого предложения, сумма залога возвращается.

В назначенный день проведения торгов комитет вскрывает все конверты с поступившими предложениями, но так как объем полученной информации значителен, то для ее изучения необходимо довольно продолжительное время. В течение нескольких месяцев комиссия изучает поступившие предложения, проверяет кредитоспособность претендентов, определяет их производственный потенциал, качество работ и только потом объявляет победителя, т.е. предложенная низкая цена претендентом еще не гарантирует победы на торгах, изучаются все стороны коммерческой, финансовой, технической деятельности претендента.

Победившая фирма заключает с заказчиком контракт, в котором оговариваются стоимость работ, условия платежей, сроки выполнения, формы урегулирования споров, различного рода санкции и другие особые условия. Практика проведения торгов показывает, что они могут существенно снизить стоимость реализации проектов. В США это снижение доходит до 20–25%, в России меньше до 10%.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое капитальные вложения?
2. Какие показатели характеризуют эффективность капитальных вложений?
3. Кто является субъектами процесса капитальных вложений?
4. Что такое недвижимость? Чем она характеризуется?
5. Чем отличаются инвестиции в недвижимость?
6. В чем особенности ценообразования в капитальном строительстве?

Глава 7. ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И ИХ ОСОБЕННОСТИ В РОССИИ

7.1. Роль иностранных инвестиций в развитии национальной экономики

В условиях глобализации экономики одной из форм взаимопроникновения в экономику других стран являются иностранные инвестиции. По сути, сегодняшняя *миграция капитала через осуществление зарубежных инвестиций является формой существования вывоза капитала*.

На определенном этапе развития общественного производства вывоз товаров за границу сменяется вывозом капитала. Если при вывозе товара можно получить прибыль только один раз, то вывоз капитала позволяет получать прибыль многократно. Сначала капитал вывозили только наиболее развитые страны в слаборазвитые, но постепенно движение капиталов охватило все страны, и если на первых этапах четко различались капиталовывозящие и капиталоввозящие страны, то сейчас такого строгого деления нет: практически все страны и ввозят, и вывозят капитал, даже развивающиеся. Этот вид международного сотрудничества постоянно растет. Начиная с середины 90-х гг. XX в. увеличиваются темпы вывоза: в 1995 г. через мировые рынки капитала прошло 1258 млрд долл. — на 30% больше, чем в 1994 г., и в 3 раза больше, чем в 1990 г., и с этого времени темпы прироста миграции капитала выросли в несколько раз больше, чем прирост мирового производства и внешней торговли.

Вначале вывоз капитала осуществлялся потому, что в развитых странах накапливались относительные *избытки капита-*

ла, не находящие прибыльного применения. В настоящее время применение капитала с достаточной прибылью можно найти и внутри страны, но использование его за границей сулит **значительно большие выгоды**. Большие доходы от вложения капитала можно получить в странах, где более дешевое сырье или рабочая сила. Второе условие, привлекающее иностранный капитал в данную страну, связано со **стабильной политической обстановкой или благоприятным инвестиционным климатом в ней**. Привлекательность вложения капитала в другой стране возрастает в случае **возможности монополизировать местный рынок**.

В современных условиях вывоз капитала активизируется под воздействием **изменившегося характера мирохозяйственных связей**. Интернационализация производства, обусловившая взаимосвязь и взаимозависимость национальных экономик, способствует переливу капитала из одной страны в другую. Развитие транснациональных корпораций постоянно привлекает капиталы в создаваемые в разных странах филиалы. Тесное сотрудничество отдельных предприятий в рамках международной кооперации также стимулирует движение капиталов между странами.

Все эти причины так или иначе учитывались при разработке **теорий международного движения капиталов**. Сторонники **неоклассической теории** строили свои концепции на теории сравнительных преимуществ. Они сравнивали норму прибыли разных национальных капиталов, предельную производительность и пришли к выводу, что перемещение капитала из страны, где его производительность низка, в страну с более высокой производительностью означает эффективную комбинацию факторов производства и увеличение национального дохода в обеих странах.

Дж. М. Кейнс и неокейнсианцы объясняли перелив капитала состоянием платежного баланса страны: капитал уходит из страны, если экспорт товаров и услуг превышает их импорт. Сторонники этого направления считали, что экспорт капитала из развитых стран в развивающиеся стимулирует деловую ак-

тивность в обеих странах. Данная точка зрения послужила теоретическим обоснованием политики помощи развивающимся странам.

Современные теории движения капитала чаще всего основываются на различных модификациях корпоративных моделей и рассматривают лишь отдельные аспекты проблемы (концепции ТНК, жизненного цикла товара, монополистических преимуществ и др.). На основании этих концепций английский экономист Дж. Даннинг создал так называемую эклектическую модель, обосновывающую перелив капитала и иностранные инвестиции совпадением следующих трех условий: возможность более эффективного использования ресурсов за рубежом (преимущество размещения), большая выгода от вывоза капитала в другую страну, чем от вывоза товара или услуги (преимущество интернационализации), в стране-импортере фирма обязательно обладает какими-либо преимуществами по сравнению с национальными фирмами данной страны.

В современных условиях большое значение стала играть **политика отдельных государств по привлечению капиталов из-за границы**. Промышленно развитые страны таким образом пытаются поддержать темпы экономического роста, а развивающиеся страны надеются с помощью вливаний иностранного капитала дать импульс для роста отечественной промышленности. В последние годы получила признание модель догоняющего развития в изменяющемся мире. Это привело к конкуренции между государствами за привлечение иностранных капиталов. Особенно эта конкуренция усилилась между странами Восточной Европы и “третьего мира” с началом реформирования экономики восточноевропейских стран.

Определенную роль сыграло и **изменение экологической обстановки в мире**. Загрязнение окружающей среды заставляет многие государства ужесточать нормы выбросов, правила строительства вредных производств и проч. Поэтому ряд производств перемещается в другие страны, где требования экологической безопасности менее строгие.

Вывоз капитала может осуществляться в *различных формах*: в виде прямых и портфельных инвестиций, международных кредитов и экономической помощи. Но всегда между интересами экспортеров и импортеров капитала существуют объективные противоречия. Первые заинтересованы в получении максимальной прибыли от вложения капиталов, вторых интересует снижение платы за получение капитала. Почти всегда преимущества имеются у экспортеров — они выдвигают свои условия, которые могут быть как экономическим, так и политическими.

Предпринимательский капитал вкладывается в создание производительного капитала в виде прямых и портфельных инвестиций.

Прямые инвестиции — это вложение капитала, предусматривающее возможность контроля над производством. **Портфельные инвестиции** — это вложение капитала в иностранные ценные бумаги, не дающее возможности контроля над производством, но обеспечивающие прибыль.

Инвестиции, по сути, отражают **спрос на капитал**. На мировом рынке капиталов он существует в виде мировых инвестиций: когда у страны не хватает собственных средств для дальнейшего развития, она занимает их у других стран и выступает импортером капитала. Источником покрытия такого спроса будут сбережения, которые имеются в наличии у отдельных стран, которые становятся экспортерами капитала. Именно они формируют **предложение капитала** на мировом рынке. Таким образом, **величиной мировых инвестиций** является разница между внутренними инвестициями и внутренними сбережениями стран-импортеров капитала, а **величина мировых сбережений** — это разница между внутренними сбережениями и внутренними инвестициями стран-экспортеров капитала.

В современных условиях миграция капитала стала одним из основных условий функционирования экономики, поэтому каждая, даже слаборазвитая, страна стремится и ввозить, и вывозить капитал. Мировой финансовый рынок подразделяется

на денежный рынок и рынок капиталов. Денежный рынок обслуживает краткосрочные кредиты в основном для пополнения оборотных средств и обслуживания торговых операций. Мировой рынок капиталов обеспечивает среднесрочные и долгосрочные кредиты для целей развития основного капитала. Тот капитал, который обслуживает различные формы кредита, образует кредитный рынок, на котором работает ссудный капитал, а оставшаяся часть капитала, используемая на инвестиции и на операции с ценными бумагами, называется предпринимательским капиталом.

Инвестиции **тесно взаимодействуют с внешней торговлей страны**. Прежде всего, у них общая движущая сила — объем внутреннего рынка. Необходимость расширения этого рынка и выход на мировой рынок вызывают дополнительные потребности в инвестициях. В то же время расширение экспорта товаров служит условием получения валютной прибыли, которая затем превращается в капитал и может быть использована за границей. Инвестиции в производство вызывают необходимость дополнительного экспорта оборудования в страну, т.е. расширяют мировую торговлю.

Что дают иностранные инвестиции **принимающей стране**? Прежде всего, при недостатке собственных ресурсов для развития — это стабильный источник финансирования расширения и реконструкции производства. Одновременно с инвестициями (в первую очередь с прямыми) происходит передача технологий, торговых марок, лицензий, патентов. Как правило, расширяются связи страны с внешними рынками, стимулируется конкурентоспособность экономики. Но нужно иметь в виду, что в отдельных случаях может передаваться и устаревшая или низкокачественная технология, которую нежелательно использовать в местных фирмах передающих стран вследствие рисков загрязнения окружающей среды или по другим причинам. Приход иностранного капитала на внутренний рынок может обострить конкуренцию и привести к сокращению прибылей у национальных производителей. Поэтому в каж-

дом отдельном случае нужна глубокая проработка договорных условий и последствий этой меры.

Для стран-экспортеров капитала инвестиции означают получение доступа к более дешевым рынкам труда и сырья, следовательно, — сокращение издержек производства, повышение конкурентоспособности продукции на мировых рынках, увеличение прибылей.

В соответствии с Федеральным законом “Об иностранных инвестициях в Российской Федерации” под **иностранной инвестицией** понимается вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты не изъяты из оборота или не ограничены в обороте в соответствии с федеральными законами.

Для России проблема включения в мировое хозяйство вообще и привлечения иностранных инвестиций в экономику в частности является очень важной. Однако оценка этой проблемы со стороны как официальных властей, так и общественного мнения неоднозначна.

Официальная точка зрения состоит в признании необходимости привлечения иностранных инвестиций, создании благоприятного инвестиционного климата. В то же время существуют и мнения о нежелательности широкого доступа иностранного капитала в российскую экономику. Крайним выражением подобной точки зрения является тезис об угрозе “распродажи России” международным монополиям.

Другой, более логической, позицией являются взгляды тех предпринимателей, которые в неконтролируемом притоке иностранного капитала видят угрозу серьезной конкуренции для российской промышленности. К тому же они согласны с низкой ценой предприятий, выставляемых на аукционы в ходе приватизации, в которых участвуют иностранцы. В США и Европе аналогичные объекты стоят гораздо дороже.

И все же объективные законы мировой экономики, опыт международной миграции капитала свидетельствуют о том, что Россия не может стоять в стороне от этого процесса. Становление открытой экономики невозможно без вывоза капитала из России и его импорта в Россию. Однако наша страна *обладает определенной спецификой*, которая усложняет данный процесс, делает его неповторимым. Это обширность территории, неравномерность экономического развития отдельных регионов, неразвитость коммуникационной структуры. Это и определенные особенности, связанные с общей отсталостью экономического развития: наличие устаревшего производственного аппарата, чрезмерное развитие военно-промышленного комплекса в ущерб целому ряду гражданских производств, слабое развитие сельского хозяйства и т.п.

В значительной степени готовность инвесторов к вложению капитала в экономику той или иной страны, в том числе и в экономику России, зависит от существующего в *ней инвестиционного климата*. Это совокупность политических, юридических, социальных, бытовых и других факторов, предопределяющих в конечном счете степень риска капиталовложений и возможность их эффективного использования.

В настоящее время, несмотря на то, что произошли некоторые позитивные изменения, инвестиционный климат в России в основном *остается недостаточно благоприятным. Причиной этого являются:*

- нефтяная зависимость России. Положительное сальдо платежного баланса формируется только за счет внешней торговли. Объем экспорта, в свою очередь, определяется долей в нем энергоносителей, т.е. ценами на нефть;
- внушительный объем теневой экономики;
- недостаточная правовая защищенность экономических субъектов вообще и иностранных инвесторов в частности;
- наличие множества административных барьеров;
- неразбериха в налоговом законодательстве;
- непрозрачность отчетности российских предприятий;
- недостаток информации о финансовых рынках и т.д.

Все это предопределяет крайне низкий рейтинг России у западных организаций, занимающихся сравнительным анализом условий для инвестиций и степени их риска во всех странах мира.

Тем не менее сам факт присвоения России кредитных рейтингов является положительным. Во-первых, рейтинговое признание расширяет возможности России в привлечении иностранного капитала и, во-вторых, свидетельствует о наличии обстоятельств, привлекательных для притока иностранных инвестиций в Россию. К таковым относятся:

- богатые природные ресурсы;
- квалифицированные кадры, способные к быстрому восприятию новейших технологий в производстве и управлении;
- относительная дешевизна квалифицированной рабочей силы;
- огромный внутренний рынок;
- осуществленный процесс приватизации и возможность участия в нем иностранного капитала;
- отсутствие политической изоляции России;
- заинтересованность Европы в долгосрочных поставках нефти и газа.

Кроме того, интерес к российскому рынку со стороны лидирующих ТНК сохраняется потому, что исчерпаны возможности наращивать капитал через чистый экспорт товаров за пределы ЕС, а внутренний рынок стран Западной Европы, так же как рынок стран ЦВЕ, переполнен¹.

Наличие этих факторов обуславливает то, что иностранные инвестиции в Россию все-таки поступают:

- 1) по линии межправительственных соглашений;
- 2) от национальных правительственных организаций;
- 3) из международных финансовых институтов и банков;
- 4) от различных частных организаций и предпринимателей.

¹ Фишер П. Как превратить Россию в привлекательный рынок для иностранных инвесторов // Вопросы экономики. — 2002. — № 2. — С. 84.

Таким образом, *иностранный капитал присутствует в России как в государственной* (первые две категории), *так и в частной* (последняя категория) *формах*, а также как капитал международных организаций неправительственного типа (третья категория).

В качестве государственных инвестиций используются займы, кредиты, техническая помощь. Здесь речь идет об отношениях между государствами, регулируемых международными соглашениями и нормами международного права.

Инвестиции неправительственных международных организаций осуществляются такими организациями, как Мировой банк, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и др. Первыми активными зарубежными участниками инвестиционного процесса в России стали ЕБРР, Мировой банк, а также ряд крупных банков Запада, открывших в нашей стране свои представительства. Комиссия Европейских сообществ приняла специальную программу технической помощи, предусматривающую консультативное содействие и передачу соответствующих технических средств в рамках одобренных проектов. Названные субъекты выступили инициаторами создания особых фондов для деятельности России, ибо практика инвестирования в новые и развивающиеся рынки показала предпочтительность использования коллективных организационных форм (инвестиционных синдикатов, компаний, фондов), благодаря которым снижается риск.

Привлечение иностранных инвестиций в экономику должно способствовать решению ряда проблем социально-экономического развития. Это:

- освоение невостребованного научно-технического потенциала, особенно на конверсионных предприятиях ВПК;
- продвижение российских товаров и технологий на мировой рынок;
- содействие расширению и диверсификации экспортного потенциала и развитию импортозамещающих производств;

-
- содействие притоку капитала в трудоизбыточные регионы и районы с богатыми природными ресурсами для ускорения их развития;
 - создание новых рабочих мест и освоение передовых форм организации труда и производства;
 - освоение опыта цивилизованных отношений в предпринимательской сфере;
 - содействие развитию производственной инфраструктуры.

На мировом рынке капиталов Россия выступает как экспортер и как импортер финансовых ресурсов. Масштабы притока и оттока капиталов в последние годы росли, но необходимо помнить, что широкомасштабные приток и отток капитала порождают для государства, предприятий и граждан серьезные проблемы. Особенно опасны приток и отток спекулятивного капитала, а также незаконный вывоз капиталов резидентов (бегство капитала) К таким **негативным последствиям** можно отнести:

- потерю ресурсного потенциала финансирования инвестиций;
- ухудшение состояния платежного баланса страны;
- рост фиктивного капитала и риска усиления долговой зависимости;
- дестабилизацию валютного рынка.

Насколько серьезны эти последствия подтверждают кризисы 1997–1998 гг. и начавшийся в 2008 г. современный финансовый кризис.

7.2. Прямые и портфельные иностранные инвестиции

Прямые инвестиции, позволяющие контролировать работу предприятия, осуществляются или путем строительства новых предприятий, или путем покупки контрольного пакета акций действующего предприятия. В законодательствах разных

стран вводят **критерии**, которые позволяют разграничить прямые и портфельные инвестиции, главный из которых — **доля в уставном капитале предприятия, приобретаемая иностранным инвестором**. В России считается, что если эта доля превышает 10%, то следует говорить о прямых инвестициях. Хотя даже этот крупный пакет акций при выгодном предложении можно перепродать и получить от него прибыль, как от обычных портфельных инвестиций.

Считается, что наиболее важными для экономики страны являются прямые иностранные инвестиции. За последние годы их объемы выросли практически во всех странах, особенно в странах с переходной экономикой, каковой является и Россия. Такие инвестиции оказывают огромное влияние на экономику любой страны в целом. Они не только влияют на функционирование как отечественных, так и зарубежных предприятий, но и изменяют структуру иностранной торговли, влияют на экономический рост. Объем прямых иностранных инвестиций сильно различается по странам, так как их приток зависит от множества факторов, таких как политическая стабильность, инвестиционный климат, политика правительства в области международной торговли и обменного курса.

Прямое инвестирование в современных условиях имеет ряд **характерных особенностей**. Прежде всего, необходимо отметить **возрастание прямых инвестиций по сравнению с другими формами движения капитала**. До 2001 г. темп прироста прямых иностранных инвестиций во всем мире составлял около 40% в год, но в 2001 г. эта цифра снизилась до 21%. Причиной этого стало снижение темпов экономического развития практически во всех странах и сокращение прибыльности компаний. На начало 2003 г. объем импорта прямых инвестиций составил 651,2 млрд долл., а экспорта 630,3 млрд долл., причем большая доля в этих инвестициях приходилась на развитые страны: они вложили в экономику других государств 470,1 млрд долл. и получили иностранных инвестиций на сумму 460,3 млрд долл. Такие же объемы сохранялись примерно и в последующие годы.

Этот процесс не прекращался даже в течение финансового кризиса, начавшегося в 2007 г. Так, только в российскую экономику из разных стран в январе–сентябре 2010 г. поступило 47488 млн долл., Россия же за этот период вложила в экономику других стран 71312 млн долл.

Обмен инвестициями между развитыми странами идет в основном в рамках развития транснациональных корпораций (ТНК). ТНК — это крупное производственное предприятие, имеющее множество филиалов и отделений за рубежом. Создание новых филиалов, захват новых рынков требуют значительных капиталов, что предопределяет их миграцию между странами. На начало XXI века в категорию транснациональных входило более 65 тыс. компаний, а число их филиалов превысило 850 тыс., в начале 90-х гг. их было 37 тыс. с 206 тыс. филиалов. Основная часть ТНК сосредоточена в США (45%), Японии (14%) и странах ЕС (29%). ТНК являются основным субъектом вывоза прямых иностранных инвестиций через создание новых филиалов, покупку действующих. Дальнейшее развитие этих компаний-гигантов приведет к росту прямых иностранных инвестиций.

Усиление роли ТНК в движении капиталов вызвало к жизни еще одну особенность: **усиление роли реинвестирования** полученных за рубежом прибылей. Так как ТНК являются в основном частной собственностью, то доля частных инвестиций возрастает по сравнению с государственными.

Возрастание роли прямых иностранных вложений заставило правительства отдельных государств пересмотреть свое отношение к инвесторам. Это относится как к странам-экспортерам, так и к странам-импортерам. Прежде всего, это **предоставление гарантий как страной базирования, так и принимающей.** Большинство стран мира подписало двусторонние и региональные соглашения о защите инвестиций, т.е. осуществляется взаимная защита вложенных капиталов. На многостороннем уровне обеспечением гарантий занимается Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций, созданное

при Мировом банке. К формам гарантии на государственном уровне относятся также страхование зарубежных инвестиций, урегулирование инвестиционных споров, исключение двойного налогообложения а также административная и дипломатическая поддержка.

Страны с переходной экономикой и развивающиеся страны привлекают иностранных инвесторов в расчете на то, что вместе с ними в отечественные компании придут квалифицированные иностранные специалисты, усилится конкуренция, создадутся внешние экономические эффекты. Но позитивное влияние таких инвестиций возможно только тогда, когда технологический разрыв между иностранными и отечественными фирмами не слишком большой и существует запас человеческого капитала внутри страны.

7.3. Иностранные инвестиции в России

Основными способами привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику России являются:

- создание совместных предприятий;
- регистрация на территории России предприятий, полностью принадлежащих иностранному капиталу;
- привлечение иностранного капитала на основе концессий или соглашений о разделе продукции;
- создание свободных экономических зон, направленных на активное привлечение зарубежных инвесторов в определенные регионы страны.

На первом этапе привлечения иностранных инвестиций в экономику бывшего СССР в 1987–1991 гг. преобладало создание совместных предприятий. В дальнейшем стало развиваться создание 100% иностранных дочерних предприятий или приобретение крупных пакетов акций российских АО. Обе эти формы остаются основными и в настоящее время, но стали расти вложения в финансовые и страховые компании.

До сих пор мало распространены концессии и соглашения о разделе продукции, так же как и создание свободных экономических зон.

Анализ структуры уже привлеченных прямых иностранных инвестиций показывает, что их львиная доля продолжает направляться в экспортно-ориентированные отрасли (ТЭК, горнодобывающую, деревообрабатывающую и целлюлозно-бумажную промышленность) или в сверхприбыльные проекты с малыми сроками окупаемости и незначительной фондоемкостью (торговлю, телекоммуникации, пищевую промышленность, отели, финансовые услуги и проч.).

Такой отраслевой перекос не случаен. Сегодня он отражает реальное положение России в международном разделении труда. Страна выступает на мировой экономической арене как экспортер сырьевых ресурсов и продуктов первого передела и как импортер высокотехнологичной продукции и услуг, рассчитанных прежде всего на потребительский спрос. В то же время такая структура инвестиций говорит о том, какие категории иностранных инвесторов были готовы производить прямые вложения в Россию невзирая на существующие риски:

- крупнейшие ТНК, рассматривающие Россию как способ получения доступа к российским ресурсам и внутреннему рынку. Для них инвестиции в Россию являются относительно небольшой частью глобальной долгосрочной инвестиционной стратегии, что позволяет им мириться с высокой рискованностью и временной невыгодностью положения. К такому разряду можно отнести крупнейших иностранных инвесторов в российском ТЭК, химической и пищевой промышленности;
- средний и мелкий иностранный капитал, привлекаемый в Россию сверхвысокой прибыльностью и быстрой окупаемостью отдельных проектов прежде всего в сфере торговли и услуг. Указанные преимущества перекрывают в глазах этих инвесторов общие недостатки и риски, присущие инвестиционному климату России;

-
- компании, вкладывающие в Россию незаконно вывезенные за ее пределы и легализованные за рубежом капиталы. Для таких инвесторов характерны высокорентабельные и быстроокупаемые проекты. Риски для них существенно снижаются за счет хорошего знания местной специфики и обширных контактов в стране.

Все указанные инвесторы практически не направляют средства в фондоемкие отрасли, находящиеся в наиболее тяжелом экономическом положении. Инвесторов отпугивает их низкая рентабельность и необходимость осуществления долгосрочных инвестиционных программ по техническому перевооружению, а также высокая конкуренция со стороны стран с развитой экономикой.

Отмечается и территориальная неравномерность распределения инвестиций. Большая их часть идет в регионы с развитой торговой, транспортной и информационной инфраструктурой и высоким потребительским спросом (Москва и Московская область, Санкт-Петербург) или в регионы с высокой плотностью экспортно-ориентированных предприятий ТЭК (Тюменская, Томская, Самарская, Нижегородская области, Татарстан).

Несмотря на отмеченные недостатки, Россия нуждается в притоке прямых инвестиций в реальный сектор экономики. Преимущества прямых инвестиций по сравнению с портфельными состоят в том, что они позволяют не только восполнить недостаток капитала, но и одновременно использовать иностранные ноу-хау, практические навыки и управленческое мастерство. Обладая мультипликативным эффектом, прямые иностранные инвестиции (ПИИ) способствуют развитию производства не только в данной отрасли, но и в сопряженных секторах экономики. Активизируя конкуренцию, они тем самым помогают развитию малого и среднего бизнеса, стабилизируют занятость и повышают уровень доходов населения, расширяют налоговую базу. Зачастую иностранные инвесторы обучают и переобучают местные кадры. Наибольшее количество новых рабочих мест

создается там, где иностранный инвестор создает новые хозяйственные объекты, а не скупает уже существующие.

Предприятия с участием иностранного капитала способствуют насыщению принимающей экономики дефицитной продукцией, в том числе предназначенной для модернизации производственной базы, а также формированию современной модели потребления, совершенствованию рыночных методов хозяйствования.

В экспортно-ориентированных отраслях ПИИ способствуют расширению экспорта, насыщению его современными изделиями, в том числе наукоемкими, что ведет к увеличению экспортных доходов принимающей стороны, стимулирует ее экономический рост и придает ему устойчивость.

Иностранный капитал **может оказывать не только позитивное, но и негативное воздействие** на воспроизводственный процесс в стране реципиенте.

Во-первых, иностранные инвестиции служат дополнительным источником финансовых средств лишь до тех пор, пока репатриация прибылей не превысит эти инвестиции. Для России подобное превышение фактически стало нормой, так как западные инвесторы широко использовали подставных лиц при обмене скупленных у населения ваучеров на акции российских предприятий и не принимали на себя никаких обязательств в отношении долгосрочных капиталовложений, как это положено на инвестиционных конкурсах. В ходе приватизации активы российских предприятий были чудовищно обесценены, что также приводило к занижению долларовой величины инвестиций. Кроме того, за годы реформ резиденты и нерезиденты разработали изощренные схемы сокрытия прибыли и увода ее от налогообложения. Сокрытая любым способом прибыль уходит за рубеж.

ПИИ, привлеченные в Россию, зачастую не ведут, как правило, к улучшению структуры производства, так как иностранные инвесторы переводят в нашу страну преимущественно то оборудование и технологии, которые утратили статус новейших.

Китай и большинство стран Восточной Европы предоставляют иностранным инвесторам налоговые, таможенные и другие льготы только в обмен на поставку новейших технологий и техники. Россия не обременяет иностранных инвесторов такими требованиями, предоставляя им тем самым преимущества.

Опасность для России представляет также сокращение числа занятых на предприятиях с иностранным участием в случае скупки уже существующих местных предприятий и последующей их технической реконструкции.

Кроме того, иностранные инвесторы нередко переносят на территорию России производство той продукции, которая конкурирует с местной. Именно таким способом иностранные инвесторы практически отобрали у отечественных производителей внутренние рынки видео- и аудиопродукции, пива, сигарет, преобладающую часть рынков косметических, фармацевтических изделий, товаров бытовой химии и т.п. В результате значительная доля внешней торговли принимающей страны превращается во внутрифирменные операции иностранных компаний, замещая экспорт местных фирм.

Во многих развитых и развивающихся странах существуют ограничения на приток капитала в отрасли, непосредственно связанные с эксплуатацией национальных природных ресурсов, в некоторые сферы производственной инфраструктуры, телекоммуникационную и спутниковую связь. А в России иностранный капитал устремился как раз в эти сферы, а также в такие высокодоходные и быстроокупаемые отрасли, как пищевая промышленность, торговля и т.п.

Зачастую иностранные инвесторы осуществляют банкротство российского процветающего предприятия при активной поддержке местной заводской элиты, заинтересованной в личном обогащении. Именно таким образом был уничтожен Обуховский завод — знаменитый флагман ВПК в аэрокосмической сфере¹.

¹ Хинштейн А. Деньги улетели в космос. Российскую космонавтику разворовывают профессионалы // Московский комсомолец. — 2003. — 07 февр. — С. 3.

В результате ПИИ в России не способствуют ни индустриализации ее экспорта, ни совершенствованию структуры национальной экономики. Напротив, за последние 10–15 лет произошло сужение доли России на мировом рынке высокотехнологичной продукции. В последние годы Россия вывозила этой продукции на сумму 2,5 млрд долл., что соответствует 0,3% всего объема мирового экспорта высокотехнологичных изделий — в 12 раз меньше, чем Китай (без Гонконга и Тайваня), в 14 раз меньше, чем Малайзия и Южная Корея, в 8 раз меньше, чем Мексика.

Итак, необходима оптимизация размещения ПИИ в российской экономике, предполагающая выбор обоснованной долгосрочной специализации страны, обеспечивающей ее национальную безопасность, а также формирование благоприятного инвестиционного климата. До сих пор неблагоприятный инвестиционный климат в России определяется политической нестабильностью, высоким уровнем инфляции, несовершенством законодательства, неразвитостью производственной и социальной инфраструктуры, коррупцией и организованной преступностью, принявшей невиданные для стран “золотого миллиарда” масштабы.

Формирование благоприятного инвестиционного климата в России — необходимое условие активизации как внутренних, так и иностранных инвестиций. В последние годы довольно много в России сделано для улучшения инвестиционного климата. Однако, пока отечественные компании воздерживаются от долгосрочных капиталовложений в реальный сектор экономики, трудно ожидать притока туда иностранного капитала, особенно в сферу высоких технологий.

Цель **портфельных инвестиций** — вложение средств инвесторов в ценные бумаги наиболее прибыльных предприятий. Портфельный инвестор в отличие от прямого занимает позицию стороннего наблюдателя по отношению к предприятию-объекту и, как правило, не вмешивается в управление им.

В России до 2006 г. доля портфельных инвестиций составляла менее 1% всех иностранных инвестиций. В 2006 г. произо-

шел скачок портфельных инвестиций, и их объем вырос почти в 7 раз. Благодаря началу публичного размещения акций на фондовой бирже резко возрос спрос на акции российских компаний со стороны иностранных инвесторов, и до сих пор через систему IPO размещается основная часть портфельных вложений иностранного капитала.

Соотношение между прямыми и портфельными инвестициями зависит от степени экономического развития той страны, куда они направляются. Преимущество портфельных инвестиций определяется преобладанием в этой стране грамотного в финансовом отношении населения. В экономически слабо развитых странах население менее склонно к инвестированию и более склонно к потреблению, поэтому здесь предпочтительнее осуществлять прямые инвестиции, предназначенные для освоения природных ресурсов и производства сырья. В данном случае специалисты, способные использовать капитал, мигрируют вслед за ним.

7.4. Регулирование иностранных инвестиций

Развитие международных связей и мирового рынка капитала усиливает необходимость регулирования финансовых потоков, перетекающих из страны в страну.

Прямые иностранные инвестиции регулируются на национальном и международном уровнях. Основной формой регулирования на международном уровне являются международные инвестиционные соглашения. В них согласуются и укрепляются меры по регулированию ПИИ между соответствующими странами. Такие соглашения могут иметь двусторонний или многосторонний характер. Участниками этих соглашений выступают национальные правительства и межправительственные экономические организации, такие как ВТО, ОЭСР (организация по экономическому сотрудничеству и развитию), МОТ (международная организация труда и др.). Чаще всего между странами-

участниками заключаются двусторонние соглашения. В них разрабатывается механизм защиты инвестиций, гарантии против некоммерческих рисков, порядок разрешения споров.

Привлечение иностранных инвестиций в страну зависит в основном от национального законодательства. Основное место в этой работе принадлежит созданию системы стимулов. Политика стимулирования иностранных инвестиций в развитых и развивающихся странах существенно различается. В развитых странах используют в основном финансовые средства, а в развивающихся государствах и странах с переходной экономикой — фискальные и налоговые средства.

Чаще всего слаборазвитые страны используют налоговые стимулы. Цель такого стимулирования — привлечь иностранные капиталы для целей реструктуризации экономики, ускорения темпов экономического роста. Наиболее часто используются налоговые каникулы, инвестиционные скидки, налоговый кредит, ускоренная амортизация, инвестиционные субсидии, льготы косвенного налогообложения.

Инвестиционные скидки и налоговый кредит по сравнению с налоговыми каникулами являются более действенными для привлечения капитала. Налоговый кредит — это вычет из налога на прибыль части инвестиционных расходов с возможным использованием этого кредита для последующих капиталовложений. Механизм этого инструмента достаточно прост. Определенная сумма налогового кредита зачисляется на специальный налоговый счет. Компания, получившая такую льготу, считается обычным налогоплательщиком, подлежит всем действующим условиям налогообложения. Суммы налогового кредита могут быть включены в баланс как налоговые расходы и подлежат той же проверке, что и любые другие расходы фирмы.

Система инвестиционных скидок применяется в форме снижения налоговых ставок и имеет тот же эффект, что и налоговый кредит. Если корпоративный налог имеет несколько ставок, целесообразна инвестиционная скидка не в абсолютном выражении, а в форме процентной ставки. Инвестиционная скидка мо-

жет быть на истощение недр, предоставление которой ведет к уменьшению налогообложения прибыли в добывающих отраслях. В России подобные скидки имеют место при реализации инвестиционных проектов в минерально-сырьевом комплексе.

Еще одна разновидность инвестиционных скидок — уменьшение корпоративного налога на половину разницы между расходами на НИОКР текущего года и средними затратами на научные исследования двух предшествующих периодов, но с учетом роста цен. Это может быть разовая мера или постоянная. Так, в Испании действует постоянный налоговый кредит в размере 20% от расходов предпринимателей на НИОКР.

При ускоренной амортизации по сравнению с обычной большая часть прибыли попадает в издержки производства и освобождается от налогообложения. Например, в Германии ежегодные нормы амортизации производственных сооружений со средним сроком службы 25 лет составляют в первые четыре года 10%, в последующие три года — 5% и по 2,5% в оставшиеся 18 лет. Причем нормы амортизации дифференцированы по отраслям, в отдельных секторах экономики они значительно выше.

Ускоренная амортизация по сравнению с другими формами налогового стимулирования имеет преимущества: ее механизм проще и дешевле, и если она предоставляется на временной основе, то в краткосрочном периоде она стимулирует рост капиталовложений.

Инвестиционные субсидии являются разновидностью инвестиционных скидок или налоговых кредитов, но их предоставление проблематично, они используются редко, так как имеется риск возникновения отрицательного бюджетного эффекта.

Стимулирование косвенных налогов осуществляется в форме исключения из обложения НДС сырья и капиталоемких товаров, а также введение системы условно беспошлинного ввоза. Льготы в отношении косвенных налогов применяются для стимулирования экспорта и считаются наиболее приемлемой с правовой точки зрения практикой. Другая форма — ликвидация или уменьшение таможенных ставок.

Особое место в стимулировании иностранных инвестиций занимает создание свободных экономических зон (СЭЗ). Это зоны с особым юридическим и экономическим статусом, создающие благоприятные условия для привлечения иностранных инвестиций на основе ряда льгот.

В зависимости от вида деятельности различают пять типов зон:

1) ограниченная национальная таможенная территория, в рамках которой осуществляются операции по складированию и адаптации товаров к условиям рынков сбыта;

2) промышленно-производственные зоны со специальным таможенным режимом, в которых промышленные компании производят экспортную и импортозамещающую продукцию, используя систему стимулов;

3) технико-внедренческие зоны, в которых находятся национальные и зарубежные исследовательские, проектные и научно-производственные компании, пользующиеся действующей системой льгот;

4) сервисные зоны, т.е. территории со льготным режимом для предпринимательской деятельности фирм и институтов, оказывающих разные виды финансовых и нефинансовых услуг;

5) комплексные зоны с льготным режимом хозяйственной деятельности на территории одного административного района.

Каждая из этих зон имеет свои особые льготы в отношении инфраструктуры, банковских услуг, малого и среднего бизнеса. Но базовые льготы одинаковы для всех зон. К ним относятся:

- внешнеторговые льготы (беспошлинный ввоз и вывоз товаров на территорию СЭЗ);
- налоговые льготы (налоговые каникулы на срок 5–20 лет, полное или частичное освобождение от уплаты налогов реинвестируемых прибылей на срок 5 лет, скидки с налога на прибыль). Иностранные инвесторы освобождаются от налогов на собственность и налога с оборота;

-
- финансовые льготы (инвестиционные субсидии новым вкладчикам капитала, льготные государственные кредиты и проч.);
 - административные льготы (упрощенный порядок регистрации компании, въезда-выезда иностранных граждан и др.).

В целом одних только льгот недостаточно для привлечения иностранного капитала. В этом случае имеет значение состояние инвестиционного климата в стране: политическая и экономическая стабильность, уровень развития инфраструктуры, стоимость и квалификация рабочей силы и проч.

На территории Российской Федерации еще в эпоху СССР в конце 80-х гг. была сделана попытка создания свободных экономических зон. Целью их создания была активизация внешнеэкономической деятельности производителей путем создания совместных предприятий. Но в то время эта программа не представляла большого интереса ни для потенциальных иностранных инвесторов в связи с ограниченностью возможностей освоения российского рынка, ни для российских предприятий в связи с отсутствием стимулов к образованию новых предприятий в СЭЗ и возможностей реализации эффективных проектов. Поэтому созданная Союзная программа не была выполнена.

Вторая волна образования и развития российских СЭЗ прошла в 1990 г., когда было создано 19 экстерриториальных экономических образований. Толчком к этому послужило принятие постановлений “О создании зон свободного предпринимательства” и о создании СЭЗ “Сахалин”. В 1994–1995 гг. были разработаны и внесены в Государственную Думу РФ три альтернативных проекта федерального закона “О свободных экономических зонах”. И хотя тогда ни один не был принят, внимание общества к этой проблеме было привлечено.

В настоящее время в РФ действуют 15 свободных экономических зон. Часть из них уже существовала, а часть была создана на основе принятого 22 июля 2005 г. № 116-ФЗ Федерального закона “Об особых экономических зонах в Рос-

сийской Федерации” и последующих изменений к нему. Особыми экономическим зонами федерального значения являются промышленно-производственные зоны (в Липецкой области и республике Татарстан), технико-внедренческие (Санкт-Петербург, Зеленоград, Дубна и Томск), туристско-рекреационные (Калининградская и Иркутская области, Краснодарский, Ставропольский и Алтайский край, республики Алтай, Бурятия) и две региональные СЭЗ в Калининградской и Магаданской областях.

Опыт создания и развития ОЭЗ показывает, что практически никогда зоны не развиваются в полном соответствии с первоначальными планами. Причинами этого является сложность механизмов взаимодействия зоны с окружающей средой, неудачный выбор ее местоположения, недостаточное внимание к созданию базовой инфраструктуры, плохие институциональные связи между администрацией зоны и государственными ведомствами. Отсюда значительно меньшие социально-экономические результаты.

Задачи создания таких зон всегда предполагают получение определенных выгод для всего национального хозяйства. Практика показывает, что социально-экономическая эффективность зоны может оказывать на национальную экономику как положительное, так и отрицательное влияние. Положительное влияние обычно имеет место, когда численность и размеры зон оптимальны для данного уровня развития всей экономики, а сама национальная экономика и национальное законодательство стабильны. В противном случае влияние ОЭЗ может быть неоднозначным.

Вопросы для самоконтроля

1. В чем причины миграции капиталов?
2. Каковы формы вывоза капиталов?
3. Чем определяется спрос на капитал и его предложение на мировом рынке капиталов?

-
4. Что дают иностранные инвестиции принимающей стороне?
 5. Что дают иностранные инвестиции стране-экспортеру?
 6. Какие особенности экономики России привлекают иностранных инвесторов?
 7. Каковы негативные черты инвестиционного климата России?
 8. Что такое портфельные инвестиции и каковы их особенности в России?
 9. Как распределяются иностранные инвестиции по территории России?
 10. Каковы цели портфельных инвестиций?
 11. Как регулируются иностранные инвестиции?
-

Глава 8. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ: МЕТОДЫ ФОРМИРОВАНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ

8.1. Понятие инвестиционного портфеля, принципы и цели его формирования

В процессе инвестиционной деятельности инвестор сталкивается с ситуацией выбора объектов инвестирования с различными инвестиционными характеристиками для наиболее полного достижения поставленных целей. Современная инвестиционная деятельность непосредственно связана с так называемой портфельной теорией. Она основывается на том, что большинство инвесторов избирают для своей инвестиционной деятельности несколько объектов реального или финансового инвестирования, т.е. формируют определенную их совокупность (инвестиционный портфель).

Инвестиционный портфель — это целенаправленно сформированная совокупность объектов реального и финансового инвестирования, предназначенных для осуществления инвестиционной деятельности в соответствии с разработанной инвестиционной стратегией предприятия. **Основная цель** формирования такого портфеля — обеспечение реализации разработанной инвестиционной политики путем подбора наиболее эффективных и надежных инвестиционных вложений. В процессе формирования портфеля путем комбинирования инвестиционных активов достигается новое инвестиционное качество: обеспечивается требуемый уровень дохода при заданном уровне риска. В зависимости от направленности избранной инвестиционной политики и особенностей осуществления инвестицион-

ной деятельности определяется система специфических целей. При формировании любого инвестиционного портфеля инвестор ставит **определенные цели**:

- достижение необходимого уровня доходности;
- прирост капитала;
- минимизация инвестиционных рисков;
- поддержание ликвидности инвестиционных средств на приемлемом для инвестора уровне.

Учет приоритетных целей при формировании инвестиционного портфеля лежит в основе определения соответствующих нормативных показателей, служащих критерием при отборе вложений для инвестиционного портфеля и при его оценке. В зависимости от принятых приоритетов инвестор может установить в качестве такого критерия предельные значения прироста капитальной стоимости, дохода, уровня допустимых инвестиционных рисков, ликвидности. В составе инвестиционного портфеля могут сочетаться объекты с различными инвестиционными качествами, что позволяет получить достаточный совокупный доход при сохранении риска по отдельным объектам вложений.

Основной целью инвестиционной деятельности на предприятии, равно как и формирования инвестиционного портфеля, является обеспечение реализации инвестиционной стратегии. Если инвестиционная стратегия предприятия направлена на увеличение объемов производства и реализации продукции, т.е. на расширение деятельности, то основные инвестиции будут вложены в инвестиционные проекты или в активы, связанные с производством, а остальные — в прочие объекты (в ценные бумаги или банковские вклады) и будут носить по отношению к первым подчиненный характер, что отразится на сроках и объемах размещения.

При формировании инвестиционного портфеля, так же как и при осуществлении инвестиционной деятельности, инвестор ожидает прибыль, действуя в рамках приемлемого для него риска. Его доход может иметь не только форму текущих выплат или прибыли от реализации инвестиционных проектов, полу-

чаемых с известной степенью регулярности и определенности в установленные промежутки времени, но и в виде прироста стоимости приобретаемых активов.

Достижение конкретного уровня доходности предполагает получение регулярного дохода в текущем периоде, как правило, с заранее установленной периодичностью. Это могут быть выплаты процентов по банковским депозитным вкладам, планируемые доходы от эксплуатации объектов реального инвестирования, дивиденды и проценты, получаемые по акциям и облигациям. Получение текущего дохода влияет на платежеспособность компании и принимается в расчет при планировании денежных потоков. *Данная цель является основной при формировании портфеля, особенно в ситуации краткосрочного размещения средств.*

Прирост капитала обеспечивается при инвестировании средств в объекты, которые характеризуются увеличением их стоимости во времени. Это справедливо для акций молодых компаний-эмитентов, особенно инновационной направленности, по мере расширения деятельности которых ожидается значительный рост цен на их акции, а также для объектов недвижимости. Именно прирост стоимости и обеспечивает инвестору получение дохода. *Такого рода инвестиции предполагают более длительный период размещения средств и, как правило, относятся к долгосрочным.*

Минимизация инвестиционных рисков, или безопасность инвестиций, означает неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке инвестиционного капитала и стабильность получения дохода. Подбор объектов, по которым наиболее вероятны возврат капитала и получение планируемого дохода, позволяет достичь желаемой цели.

Однако минимизация рисков не означает полного устранения вероятности негативных последствий, она лишь способствует достижению их допустимого уровня при обеспечении доходности, необходимой инвестору. Она во многом зависит от отношения инвестора к риску.

Обеспечение достаточной ликвидности инвестируемых средств предполагает возможность быстрого и безубыточного обращения инвестиций в наличные деньги или возможность их быстрой реализации. Эта цель не обязательно связана с предыдущими, она наиболее достижима при размещении средств в финансовые активы, пользующиеся устойчивым спросом на фондовом рынке. Как правило, это акции и облигации известных компаний а также государственные ценные бумаги.

Вместе с тем **ни одна из инвестиционных ценностей не обладает всеми перечисленными свойствами в совокупности, что обуславливает альтернативность целей формирования инвестиционного портфеля.** Так, безопасность обычно достигается в ущерб высокой доходности и росту вложений. В мировой практике безопасными (низкорисковыми) считаются долговые обязательства правительства, однако доход по ним редко превышает среднерыночный уровень и, как правило, существенного прироста вложений не происходит. Ценные бумаги прочих эмитентов, реальные инвестиционные проекты способны принести инвестору больший доход, но существует повышенный риск с точки зрения возврата средств и получения дохода. Инвестиционные объекты, предполагающие прирост вложений, как правило, являются наименее ликвидными — минимальной ликвидностью обладает недвижимость.

Учитывая альтернативность инвестиционных целей, невозможно добиться их одновременного достижения. Поэтому **инвестор должен установить приоритет определенной цели по отношению к другой при формировании своего портфеля.**

Различие целей формирования инвестиционных портфелей, видов включаемых в них объектов инвестирования и других условий определяет многообразие вариантов направленности и состава портфелей в различных компаниях. Их можно классифицировать по различным критериям.

Классификация инвестиционных портфелей **по видам** включаемых в них объектов инвестирования связана прежде всего с направленностью и объемом инвестиционной деятельности компании.

Портфель реальных инвестиционных проектов формируется инвесторами, осуществляющими производственную деятельность, и включает объекты реального инвестирования всех видов. Формирование и реализация портфеля этих проектов обеспечивают высокие темпы развития этих предприятий, создание дополнительных рабочих мест, формирование высокого имиджа и определенную государственную поддержку инвестиционной деятельности. В то же время по сравнению с другими видами инвестиционных портфелей портфель реальных инвестиционных проектов обычно **наиболее капиталоемкий, более рисковый** из-за продолжительности реализации, а **также наиболее сложный и трудоемкий** в исполнении. Это обуславливает высокий уровень требований к его формированию, тщательность отбора каждого включаемого в него инвестиционного проекта.

Портфель ценных бумаг содержит определенную совокупность ценных бумаг. По сравнению с портфелем реальных инвестиций он обладает более высокой ликвидностью, легко управляем. Вместе с тем **этот портфель отличают:**

- высокий уровень риска, который распространяется не только на доход, но и на весь инвестированный капитал;
- более низкий уровень доходности;
- отсутствие возможностей реального воздействия на доходность, кроме возможности реинвестирования в другие инструменты фондового рынка;
- низкая инфляционная защищенность;
- ограниченность вариантов наборов финансовых инструментов.

Портфель прочих объектов инвестирования дополняет, как правило, инвестиционный портфель отдельных компаний. Это может быть валютный портфель, депозитный портфель.

Смешанный инвестиционный портфель одновременно включает разнородные объекты инвестирования, перечисленные выше.

Классификация инвестиционных портфелей **по приоритетным целям** инвестирования связана прежде всего с реализаци-

ей инвестиционной стратегии предприятия и в определенной степени с позицией ее руководства в управлении инвестициями.

Портфель роста формируется в целях прироста капитальной стоимости портфеля вместе с получением дивидендов и состоит преимущественно из объектов инвестирования, обеспечивающих достижение высоких темпов роста капитала, но в этом случае высок и уровень риска. Связано это с тем, что покупаются высокодоходные ценные бумаги новых прогрессивных предприятий.

Портфель дохода ориентирован на получение текущего дохода — процентных и дивидендных выплат. Он состоит в основном из объектов инвестирования, обеспечивающих получение доходов в текущем периоде. Как правило, это акции, характеризующиеся большими дивидендами и умеренным ростом курсовой стоимости и облигации. Этот портфель обычно формируется за счет объектов инвестирования, способствующих получению высоких темпов роста дохода на вложенный капитал.

Консервативный портфель включает в основном объекты инвестирования со средними значениями уровней риска. Соответственно, темпы роста дохода и капитала по таким вложениям значительно ниже. Формируется этот портфель за счет малорисковых инвестиций, обеспечивающих соответственно более низкие темпы роста дохода и капитала, чем портфель роста и дохода.

Перечисленные типы портфелей имеют ряд промежуточных разновидностей. Портфели роста и дохода при максимальных значениях своих целевых показателей называются агрессивными портфелями.

Классификация инвестиционных портфелей **по достигнутому соответствию целям инвестирования** связана прежде всего с процессом реализации целей их формирования.

Сбалансированный портфель характеризуется полной реализацией целей инвестора путем отбора инвестиционных проектов или финансовых инструментов, наиболее полно отвечающих этим целям.

Несбалансированный портфель выделяется из числа других инвестиционных портфелей несоответствием его состава поставленным целям формирования. Разновидностью несбалансированного портфеля является разбалансированный портфель, который представляет собой ранее сбалансированный портфель, уже не удовлетворяющий инвестора в связи с существенным изменением внешних условий инвестиционной деятельности или внутренних факторов.

8.2. Формирование портфеля инвестиций и его модели

Работа по формированию портфеля достаточно трудоемка и предполагает **последовательные ее этапы**:

- конкретизация целей инвестиционной стратегии предприятия;
- определение приоритетных целей формирования инвестиционного портфеля;
- оптимизация пропорций формирования инвестиционного портфеля по основным видам инвестиционных проектов с учетом объема и структуры инвестиционных фондов;
- формирование отдельных видов портфелей (реальных инвестиционных проектов, финансовых инструментов и т.п.), обеспечивающих установленные критерии доходности, риска и ликвидности;
- обеспечение необходимой диверсификации инвестиционного портфеля;
- оценка доходности, риска и ликвидности инвестиционного портфеля;
- окончательная оптимизация структуры инвестиционного портфеля по установленным критериям доходности, риска и ликвидности.

Инвестиционный портфель предприятия в общем случае формируется на таких **принципах**, как:

-
- обеспечение реализации инвестиционной стратегии. Формирование инвестиционного портфеля должно соответствовать инвестиционной стратегии предприятия, обеспечивая преемственность долгосрочного и среднесрочного планирования его инвестиционной деятельности;
 - оптимизация соответствия портфеля инвестиционных ресурсов, т.е. увязка общей капиталоемкости отбираемых в портфель инвестиционных проектов с объемом инвестиционных ресурсов предприятия. Реализация этого принципа определяет ограниченность отбираемых объектов инвестирования объемом их возможного финансирования;
 - оптимизация соотношения доходности и ликвидности, что означает соблюдение определенных инвестиционной стратегией предприятия пропорций между доходом и риском;
 - оптимизация соотношения доходности и риска, т.е. определение пропорции между этими показателями, исходя из целей формирования инвестиционного портфеля;
 - обеспечение управляемости портфелем, т.е. соответствие объектов инвестирования кадровому потенциалу и возможности осуществления оперативного реинвестирования средств.

Инвестиционный портфель формируется после того, как четко поставлены цели инвестиционной политики, определены приоритетные цели формирования инвестиционного портфеля с учетом сложившегося инвестиционного климата и рыночной конъюнктуры.

Отправной точкой формирования инвестиционного портфеля является взаимосвязанный анализ собственных возможностей инвестора и инвестиционной привлекательности внешней среды в целях определения приемлемого уровня риска в свете прибыльности и ликвидности баланса.

В результате проведенного анализа задаются основные характеристики инвестиционного портфеля (степень допустимого риска, размеры ожидаемого дохода, возможные отклонения

от него и проч.), осуществляется оптимизация пропорций различных видов инвестиций в рамках всего инвестиционного портфеля с учетом объема и структуры инвестиционных ресурсов.

Важным этапом формирования инвестиционного портфеля является выбор конкретных инвестиционных объектов для включения в инвестиционный портфель на основе оценки их инвестиционных качеств и формирования оптимального портфеля.

Последовательность формирования различна для портфелей реальных инвестиционных проектов и ценных бумаг.

Процесс формирования **портфеля реальных инвестиционных проектов** проходит пять этапов:

1. **Поиск вариантов реальных инвестиционных проектов** для возможной их реализации компания проводит вне зависимости от наличия свободных инвестиционных ресурсов, состояния рынка и других факторов. Количество инвестиционных проектов, привлеченных к проработке, всегда должно значительно превышать количество, предусмотренное к реализации. Чем активнее организован поиск вариантов реальных инвестиционных проектов, тем больше шансов имеет компания для формирования эффективного портфеля.

2. **Рассмотрение и оценка бизнес-планов отдельных инвестиционных проектов** преследует цель подготовить необходимую информационную базу для тщательной последующей экспертизы отдельных их качественных характеристик.

3. **Первичный отбор инвестиционных проектов** для более углубленного последующего анализа осуществляется по определенной системе показателей, которая может включать в себя:

- соответствие инвестиционного проекта стратегии и имиджу фирмы;
- соответствие инвестиционного проекта направлениям отраслевой и региональной диверсификации предстоящей инвестиционной деятельности;
- приоритеты в политике реализации структурной перестройки экономики района;

-
- степень разработанности инвестиционного проекта и его обеспеченности основными факторами производства;
 - наличие производственной базы и инфраструктуры для реализации инвестиционного проекта;
 - необходимый объем инвестиций и период их осуществления до начала эксплуатации проекта;
 - объем инвестиций, требующийся для реализации проекта;
 - структуру источников финансирования инвестиционного проекта, долю собственных и привлеченных средств в реализации проекта;
 - проектируемый период окупаемости инвестиций или показатель эффективности инвестиций;
 - концентрацию средств на ограниченном числе объектов;
 - уровень инвестиционного риска;
 - форму инвестирования и др.

В принципе, систему таких показателей каждая компания разрабатывает самостоятельно с учетом целей формирования портфелей и особенностей инвестиционной деятельности.

Каждый проект оценивается по приведенным показателям, и в результате определяется общий уровень их инвестиционных качеств. Отобранные в результате предварительной оценки инвестиционные проекты подлежат дальнейшей углубленной экспертизе.

4. Экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критерию эффективности играет наиболее существенную роль в проведении дальнейшего анализа вследствие высокой значимости этого фактора в системе оценки.

В процессе экспертизы проверяется реальность приведенных в бизнес-плане основных показателей, связанных с объемом инвестиционных ресурсов, графиком инвестиционного потока и прогнозируемой суммой денежного потока на стадии эксплуатации или продажи объекта. После рассчитываются все рассмотренные ранее показатели оценки эффективности инвестиций: чистая настоящая стоимость, индекс доходности, период окупаемости, внутренняя норма доходности.

Обобщенная оценка инвестиционных проектов по критерию эффективности осуществляется на основе суммы ранговой значимости всех рассматриваемых показателей и показателя эффективности инвестиций.

В зарубежной практике обычно используются показатели чистой настоящей стоимости или внутренней нормы доходности, которые позволяют определить меру эффективности инвестиционных проектов в сравнении с уровнем рентабельности хозяйственной деятельности, с нормой текущей доходности, со ставкой депозитного процента на денежном рынке. Аналогично проводится экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критериям риска и ликвидности.

5. Окончательный отбор инвестиционных проектов в формируемый портфель с учетом его оптимизации и обеспечения необходимой диверсификации инвестиционной деятельности производится с учетом взаимосвязи всех рассмотренных критериев. Если тот или иной критерий является приоритетным при формировании портфеля, то портфель может быть скорректирован путем оптимизации проектов по соотношению доходности и ликвидности, а также доходности и обеспечения отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности.

Процесс формирования портфеля ценных бумаг и управления ими, также складывается из пяти этапов:

1. Определение инвестиционной политики или инвестиционных целей инвестора.

2. Проведение анализа ценных бумаг, используя методы фундаментального и технического анализов. Фундаментальный и технический анализы не противоречат друг другу, они дополняют друг друга, но, как правило, аналитики специализируются на применении либо первого, либо второго метода. Фундаментальный анализ в целом используется при выборе соответствующей ценной бумаги, технический анализ — при определении подходящего момента времени для инвестирования в эту ценную бумагу.

3. Формирование портфеля. На этом этапе производится отбор инвестиционных активов для включения их в портфель на основе результатов проведенного анализа с учетом целей конкретного инвестора. При этом учитываются такие факторы, как:

- тип инвестиционного портфеля;
- требуемый уровень доходности портфеля;
- допустимая степень риска;
- масштабы диверсификации портфеля;
- требования к ликвидности;
- налогообложение доходов и операций с различными видами активов.

4. Ревизия портфеля. Портфель подлежит периодическому пересмотру с тем, чтобы его состав не противоречил изменившейся общеэкономической ситуации, положению секторов и отраслей, инвестиционным качествам отдельных объектов инвестирования, целям инвестора. Пересмотр портфеля сводится к определению соотношения доходности и риска входящих в него бумаг. По результатам анализа принимается решение о возможности продажи какой-нибудь инвестиционной ценности. Как правило, *ценная бумага продается в том случае, если:*

- она не принесла ожидаемого дохода и нет надежды на его рост в будущем;
- ценная бумага выполнила свою функцию;
- появились более эффективные пути использования ресурсов.

Институциональные инвесторы проводят ревизию своих портфелей довольно часто, нередко даже ежедневно.

5. Оценка фактической эффективности портфеля с точки зрения полученного дохода по нему и риска, сопровождающего инвестирование средств в выбранные объекты.

Оценка инвестиционного портфеля по критерию риска производится с учетом коэффициентов риска и объемов вложений в соответствующие виды инвестиций. Вначале по каждому виду инвестиций рассчитываются конкретные значения показателей

риска. Совокупный риск инвестиционного портфеля предприятия определяется как соотношение сумм инвестиций по различным направлениям, взвешенным с учетом риска, и общей суммы инвестиций.

Совокупный риск инвестиционного портфеля в существенной мере **зависит от портфеля ценных бумаг**, поскольку последний, в отличие от портфеля реальных инвестиционных проектов, характеризуется повышенным риском, распространяющимся не только на доход, но и на весь инвестированный капитал. При росте количества разнообразных ценных бумаг в портфеле уровень риска портфеля ценных бумаг может быть уменьшен, но не ниже уровня систематического (рыночного) риска. Данное положение справедливо для случая независимости ценных бумаг в портфеле. Если ценные бумаги в портфеле взаимозависимы, то возможны два варианта. В случае прямой корреляционной зависимости при увеличении количества ценных бумаг в портфеле уровень риска не изменяется, так как доходность всех ценных бумаг падает или растет с одинаковой вероятностью. В случае обратной корреляционной зависимости наименее рискованный портфель ценных бумаг может быть сформирован при определении в нем оптимальных долей ценных бумаг разного типа.

При формировании смешанного инвестиционного портфеля необходимо произвести сравнение итоговых оценочных показателей субпортфелей, по результатам которого инвестиционные ресурсы могут быть распределены для более эффективной реализации инвестиционного портфеля в целом.

Одним из условий снижения уровня риска инвестиционных вложений является их диверсификация. **Диверсификация** — сознательное комбинирование инвестиционных объектов, при котором достигается не просто их разнообразие, но и определенная взаимосвязь между доходностью и риском. Особенно она важна для портфеля финансовых инвестиций. По портфелю, состоящему из различных групп акций, диверсификация сокращает риск по отдельным группам, но, как правило, не может устранить его полностью. Для того чтобы максимально использовать

возможности диверсификации для сокращения риска по портфелю инвестиций, необходимо включать в него и другие финансовые инструменты, например золото и недвижимость.

В портфельной теории существует несколько подходов к диверсификации инвестиционных портфелей.

Традиционный подход к диверсификации состоит в том, что инвестор вкладывает средства в некоторое количество активов и надеется, что вариация ожидаемой доходности портфеля будет невелика. Такая диверсификация может предусматривать владение различными видами ценных бумаг (акции, облигации), ценными бумагами разных предприятий, компаний различных отраслей. Такой подход может привести к выводу, что лучшей диверсификацией является вложение средств в как можно большее количество ценных бумаг различных компаний. Однако практикой доказано, что максимальное сокращение рисков достижимо, если в портфеле имеется 10–15 различных ценных бумаг, при этом достигается достаточный уровень диверсификации без значительного увеличения издержек портфеля. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, так как возникает эффект излишней диверсификации, которая может привести к **следующим отрицательным результатам**:

- невозможность качественного портфельного управления;
- покупка недостаточно надежных, недостаточно доходных и ликвидных ценных бумаг;
- рост издержек, связанных с подбором ценных бумаг и с покупкой небольших партий.

Меньшее количество ценных бумаг в портфеле приводит к повышенному риску, так как растет вероятность одновременного отклонения инвестиционных качеств ценных бумаг в сторону снижения.

В соответствии с современной портфельной теорией результаты простой диверсификации и диверсификации по отраслям, предприятиям и регионам по существу тождественны.

Формирование инвестиционного портфеля обычно связывают с созданием оптимального портфеля по соотношению до-

ходности и риска. Новый подход к диверсификации портфеля был предложен Гарри Марковицем, основателем современной теории портфеля.

По мнению Марковица, *инвестор должен принимать решение по выбору портфеля исключительно исходя из показателей ожидаемой доходности и стандартного отклонения доходности*. Это означает, что инвестор выбирает лучший портфель, основываясь на соотношении обоих параметров. При этом определяющую роль играет интуиция как результат знания реальной ситуации. Ожидаемая доходность может быть представлена как мера потенциального вознаграждения, связанная с конкретным портфелем, а стандартное отклонение — как мера риска данного портфеля. Таким образом, после того как каждый портфель был исследован в смысле потенциального вознаграждения и риска, инвестор должен выбрать наиболее подходящий для него портфель.

Метод, применяемый при выборе оптимального портфеля, использует “кривые безразличия”. Они отражают отношение инвестора к риску и доходности и могут быть представлены в виде графика, на котором по горизонтальной оси откладываются значения риска, мерой которого является стандартное отклонение, а по вертикальной оси — величины вознаграждения, мерой которого служит ожидаемая доходность. Первое важное свойство кривых безразличия состоит в том, что все портфели, представленные на заданной кривой безразличия, равноценны для инвесторов. Второе важное свойство: инвестор будет считать любой портфель, представленный на кривой безразличия, которая находится выше и правее, более привлекательным, чем любой портфель, представленный на кривой безразличия, которая находится ниже и левее.

Число кривых безразличия бесконечно, т.е. как бы ни были расположены две кривые безразличия на графике, всегда существует возможность построить третью кривую, лежащую между ними. Также можно сказать, что каждый инвестор строит график кривых безразличия, представляющих его собствен-

ный выбор ожидаемых доходностей и стандартных отклонений. Поэтому инвестор должен определить ожидаемую доходность и стандартное отклонение для каждого потенциального портфеля и нанести их на график в виде кривых безразличия.

Инвесторы, формируя портфель, стремятся максимизировать ожидаемую доходность своих инвестиций при определенном, приемлемом для них уровне риска или, наоборот, минимизировать риск при ожидаемом уровне доходности. Портфель, удовлетворяющий этим требованиям, называют **эффективным портфелем**. Наиболее предпочтительный для инвестора эффективный портфель является оптимальным.

Инвестор выберет свой оптимальный портфель из множества портфелей, каждый из которых обеспечит максимальную ожидаемую доходность для некоторого уровня риска и минимальный риск для некоторого значения ожидаемой доходности. Набор портфелей, удовлетворяющий этим двум условиям, называется **эффективным множеством**. Причем особую важность имеют портфели, находящиеся на границе этого множества.

Для измерения риска, связанного с отдельной ценной бумагой, достаточно таких показателей, как **вариация или стандартное отклонение**. Но в случае портфеля необходимо принимать во внимание их взаимный риск. Он служит для измерения двух основных характеристик: вариации доходов по различным ценным бумагам, входящим в портфель, и тенденций доходов этих ценных бумаг, которые могут изменяться в одном или в разных направлениях.

Другим показателем, используемым для анализа портфеля ценных бумаг, является **коэффициент корреляции** (число, показывающее степень зависимости одной переменной от другой), который может варьироваться от +1 до -1. В первом случае значения двух переменных изменяются в одном направлении, во втором — в противоположных. Нулевой коэффициент корреляции показывает, что изменение одной переменной не зависит от изменения другой. Значительная часть различных

групп акций на биржах ведущих стран имеет положительный коэффициент корреляции.

Эффективная диверсификация, по Марковицу, предусматривает объединение ценных бумаг с коэффициентом корреляции менее единицы без существенного снижения доходности по портфелю. В общем, чем ниже коэффициент корреляции ценных бумаг, входящих в портфель, тем менее рискованным будет портфель. Это справедливо независимо от того, насколько рискованными являются данные ценные бумаги, взятые в отдельности, т.е. недостаточно инвестировать средства в как можно большее количество ценных бумаг, нужно уметь правильно выбирать эти ценные бумаги. Такая диверсификация в экономической литературе носит название “чудо диверсификации”. Одновременно инвестиции в акции компаний, продукция которых взаимосвязана, в этом случае будут нецелесообразны.

Переход от портфеля из двух ценных бумаг к портфелю из n ценных бумаг предполагает: во-первых, огромный объем необходимых вычислений, в связи с которыми возрастает важность использования компьютера и созданного Марковицем алгоритма; во-вторых, увеличение объема исходной информации, необходимой для аналитика. Поэтому на практике часто используется модель, в основу которой положена корреляция доходов отдельного вида инвестиций с некоторым индексом, а не со всеми остальными объектами инвестирования, взятыми в отдельности, а также модель ценообразования на капитальные активы.

Модель ценообразования на капитальные активы (модель САРМ) основывается на том факте, что инвесторы, вкладывающие средства в рискованные активы, ожидают некоторого дополнительного дохода, превышающего безрисковую ставку дохода как компенсацию за риск владения этими активами. Подобное требование описывается техническим термином “**неприятие риска**”. Не принимающие риск инвесторы не обязательно избегают его. Однако они требуют компенсацию в форме дополнительного ожидаемого дохода за принятие риска по инвестициям, доходность по которым не является гарантированной.

САРМ предполагает, что норма дохода по рисковому активу складывается из нормы дохода по безрисковому активу и премии за риск, которая связана с уровнем риска по данному активу.

Фундаментальное допущение, положенное в основу данной модели, состоит в том, что та часть ожидаемого дохода по ценной бумаге или другому рисковому активу, которая приходится на премию за риск, является функцией связанного с данным активом систематического риска. Поскольку специфический риск достаточно легко можно устранить диверсификацией портфеля, то с точки зрения рынка он не является необходимым. А раз так, то вознаграждение за риск зависит только от систематического риска.

Основные постулаты, на которых построена современная классическая портфельная теория, следующие:

- рынок состоит из конечного числа активов, доходности которых для заданного периода считаются случайными величинами;
- инвестор в состоянии, например, исходя из статистических данных получить оценку ожидаемых (средних) значений доходностей и их попарных ковариаций и степеней возможной диверсификации рисков;
- инвестор может сформировать любые допустимые для данной модели портфели из имеющихся на рынке активов. Доходность портфелей является также случайной величиной;
- сравнение выбираемых портфелей основывается только на двух критериях: средней доходности и риске;
- если инвестор не склонен к риску, из двух портфелей с одинаковой доходностью он обязательно выберет портфель с меньшим риском.

Модель оценки капитальных активов (модель Шарпа). Ожидаемую доходность актива можно определить с помощью так называемых индексных моделей. Их суть в том, что изменение доходности и цены актива зависит от ряда показателей (индексов), характеризующих состояние рынка.

Модель Шарпа часто называют рыночной моделью. В ней представлена зависимость между ожидаемой доходностью актива и ожидаемой доходностью рынка. Она предполагается линейной. Независимая случайная ошибка показывает специфический риск актива, который нельзя объяснить действием рыночных сил. Значение ее средней величины равно нулю. В случае широко диверсифицированного портфеля значения случайных переменных в силу того, что они меняются как в положительном, так и в отрицательном направлении, гасят друг друга, и величина случайной переменной для портфеля стремится к нулю. Поэтому для широко диверсифицированного портфеля специфическим риском можно пренебречь.

8.3. Стратегия управления инвестиционным портфелем

Процесс управления инвестиционным портфелем направлен на сохранение инвестиционных качеств портфеля и тех свойств, которые соответствуют интересам держателя. Формируя портфель, менеджер должен определить, в каких пропорциях включать в него активы различных категорий, например акции, облигации и т.п. Такое решение называется **решением по распределению средств**. Оно зависит от оценок менеджером доходности и риска по данным группам активов и коэффициента допустимости риска клиента. Доходности активов в рамках каждой из групп обычно имеют высокую степень корреляции. Поэтому более важно определить категорию актива, который принесет бóльшую доходность в будущих условиях, чем самые лучшие активы внутри каждой категории. Далее менеджер должен выбрать конкретные активы в рамках каждой категории. Такое решение называется **решением по выбору активов**. Совокупность методов и технических возможностей, применяемых к портфелю, называют **стилем (или стратегией) управления**. Различают активный и пассивный стили управления портфелем.

Основная задача активного управления состоит в прогнозировании размера возможных доходов от инвестированных средств. Менеджер должен быть способен сделать это более точно, чем финансовый рынок, т.е. уметь опережать ход событий, а также претворять в реальность то, что подсказывает ему умозрительный анализ. Соответственно, базовыми характеристиками активного управления являются:

- выбор ценных бумаг, приемлемых для формирования портфеля;
- определение сроков покупки или продажи финансовых активов.

При активном управлении считается, что содержание любого портфеля является временным. Когда разница в ожидаемых доходах, полученная в результате удачного либо ошибочного решения или из-за изменения рыночных условий, исчезает, составные части портфеля или он целиком заменяются другими.

Активная стратегия управления портфелем предполагает тщательное отслеживание и быстрое приобретение инструментов, соответствующих инвестиционным целям формирования портфеля; максимально быстрое избавление от активов, которые перестали удовлетворять предъявляемым требованиям, т.е. оперативную ревизию портфеля. При этом инвестор сопоставляет показатели дохода и риска по “новому” портфелю с инвестиционными качествами “старого” портфеля. Именно при активном управлении особое значение имеет прогноз изменения цен на финансовые инструменты.

Существуют **четыре основных формы активного управления**, которые базируются на свопинге, что означает постоянный обмен, ротацию ценных бумаг через финансовый рынок:

- так называемый **подбор чистого дохода** — самая простая форма, когда из-за временной рыночной неэффективности две идентичные ценные бумаги обмениваются по ценам, немного отличающимся от номинала. В итоге реализуется ценная бумага с более низким доходом, а взамен приобретается инструмент с более высокой доходностью;

-
- **подмена** — прием, при котором обмениваются две похожие, но не идентичные ценные бумаги. Например, существует облигация промышленной компании, выпущенная на 10 лет с доходностью 15%, и облигация транспортной компании сроком на 9 лет с доходностью 15%. Допустим, первая облигация продается по цене на 10 пунктов выше, чем вторая. В данной ситуации владельцы облигаций могут расценить возможным “свопировать” облигации промышленной компании, так как 10 пунктов добавочного дохода с продлением срока действия облигации на 1 год являются довольно существенной прибавкой;
 - **сектор-своп** — более сложная форма свопинга, когда осуществляется перемещение ценных бумаг из разных секторов экономики, с различным сроком действия, доходом и т.п. В настоящее время появилось большое количество компаний, которые специально занимаются поиском “ненормальных” инструментов, показатели которых заметно отличаются от средних. При получении заключения, что факторы, вызывающие “ненормальность”, могут исчезнуть, указанные фирмы проводят с “ненормальными” ценными бумагами акты купли-продажи;
 - **операции, основанные на предвидении учетной ставки.** Идея этой формы заключается в стремлении удлинить срок действия портфеля, когда ставки снижаются, и сократить срок действия портфеля, когда ставки растут. Чем больше срок действия портфеля, тем больше цена портфеля подвержена изменениям учетных ставок.

Приемы активного управления, применяемого к портфелям, состоящим из разного вида ценных бумаг, различны.

В рамках активного стиля *управления портфелем обыкновенных акций* выделяют:

- **стратегию акций роста**, основанную на ожидании того, что компании, прибыль которых растет более быстрыми темпами (выше средних), со временем принесут больший (выше среднего) доход для инвесторов. Для таких акций,

как правило, характерен высокий риск. Следует отбирать акции, цена которых на данный момент времени не отражает в достаточной степени высокие темпы роста доходов компании (текущие и ожидаемые);

- **стратегию недооцененных акций**, заключающуюся в отборе акций с высоким дивидендным доходом или высоким отношением рыночной цены акции к ее балансовой стоимости, или низким отношением цена — доход. Разновидностью данного подхода является формирование портфеля из акций непопулярных в данный момент времени секторов и отраслей;
- **стратегию компании с низкой капитализацией**. Акции небольших по размеру компаний часто приносят более высокий доход, поскольку те обладают большим потенциалом роста, хотя их акции и имеют более высокую степень риска;
- **стратегию “market timing”** — выбор времени покупки и продажи ценных бумаг на основе анализа конъюнктуры рынка (покупать, когда цены низкие, и продавать, когда цены высокие). В использовании этой стратегии основная роль принадлежит техническому анализу.

В отношении **портфеля облигаций** используются следующие стратегии активного управления:

- **стратегия “market timing”**. Основана на прогнозе рыночных процентных ставок. Применяется наиболее часто. Если ожидается повышение процентных ставок, то менеджер будет стремиться к тому, чтобы сократить **дюрацию** (средневзвешенный срок жизни) портфеля с целью минимизации убытков от снижения цен облигаций. Это достигается заменой долгосрочных облигаций краткосрочными. Напротив, если ожидается падение процентных ставок, менеджер удлинит дюрацию портфеля облигаций. При этом необходимо, чтобы информация, на которой строится прогноз, не была заранее отражена в текущих рыночных ценах облигаций;

-
- **стратегия выбора сектора.** Портфель формируется из облигаций определенного сектора, находящегося, по мнению инвестора, в более благоприятных условиях, — казначейских, муниципальных, корпоративных или, например, высокодоходных облигаций с низким кредитным рейтингом. Если ситуация на рынке меняется, происходит переключение на облигации другого сектора;
 - **стратегия принятия кредитного риска.** В портфель отбираются с помощью фундаментального анализа те облигации, по которым, по мнению менеджера, вероятно повышение кредитного рейтинга;
 - **стратегия иммунизации портфеля облигаций.** Процентный риск по купонной облигации состоит из двух компонентов: ценового риска и риска реинвестирования, которые изменяются в противоположных направлениях. Одним из способов обеспечения требуемой доходности по портфелю облигаций является его иммунизация. Говорят, что портфель облигаций иммунизирован против изменения процентной ставки, если риск реинвестирования и ценовой риск полностью компенсируют друг друга. Такой результат достигается в том случае, если период владения портфелем совпадает с дюрацией портфеля.

Таким образом, иммунизация имеет место тогда, когда требуемый период владения портфелем равняется дюрации данного портфеля. Например, иммунизация портфеля на 5 лет требует приобретения набора облигаций со средней дюрацией равной пяти годам. Существуют определенные ограничения в использовании иммунизации: дюрация меняется с течением времени и при изменении рыночных процентных ставок. Поэтому для постоянной иммунизации портфеля облигаций необходимо периодически проводить его ревизию.

Активный стиль управления весьма трудоемок и требует значительных трудовых и финансовых затрат, так как связан с активной информационной, аналитической и торговой деятельностью на финансовом рынке. Необходимо постоянно проводить

самостоятельный анализ рынка, составлять прогнозы состояния рынка в целом и его отдельных сегментов, создавать обширную информационную базу и базу экспертных оценок. Как правило, активным управлением портфелем занимаются крупные профессиональные участники финансового рынка: банки, инвестиционные фонды и др., обладающие большими финансовыми возможностями и штатом высококвалифицированных менеджеров.

Активную стратегию инвестор может строить на основе приобретения рыночного портфеля в сочетании с кредитованием или заимствованием.

Вследствие изменения конъюнктуры рынка менеджер периодически будет пересматривать портфель, покупать или продавать отдельные активы, что потребует дополнительных комиссионных расходов. Поэтому, определяя целесообразность пересмотра портфеля, следует учитывать в издержках данные расходы, поскольку они будут снижать общую доходность портфеля.

Основной принцип пассивного управления портфелем — купить и держать. Пассивное управление основано на представлении, что рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете времени и предполагает создание хорошо диверсифицированного портфеля с определенными на длительную перспективу показателями ожидаемого дохода и риска: изменения структуры портфеля редки и незначительны. Применение пассивной стратегии управления портфелем основывается на выполнении следующих условий:

- рынок эффективен. Это означает, что цены финансовых инструментов отражают всю имеющуюся информацию и считаются справедливыми. Поскольку нет неоцененных и переоцененных ценных бумаг, то нет и смысла в активной торговле ими;
- все инвесторы имеют одинаковые ожидания относительно дохода и риска по ценным бумагам, поэтому нет необходимости совершать с ними сделки купли-продажи;

-
- типичный пассивный инвестор формирует свой портфель из комбинации безрискового актива и так называемого рыночного портфеля. Он не рассчитывает “побить” рынок, а лишь ожидает справедливого дохода по своему портфелю — вознаграждения за принимаемый им риск. Важным преимуществом пассивного управления является низкий уровень накладных расходов.

Примером пассивной стратегии может служить равномерное распределение инвестиций между выпусками ценных бумаг различной срочности (метод “лестницы” — приобретаются ценные бумаги различной срочности с распределением по срокам до окончания периода существования портфеля).

Простейшим подходом в рамках пассивного управления портфелем акций является попытка “купить” рынок. Такая стратегия часто называется методом индексного фонда.

Индексный фонд — это портфель, созданный для зеркального отражения выбранного индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг. Чтобы добиться соответствия структуры портфеля структуре индекса, различные ценные бумаги включаются в портфель в такой же пропорции, как и при расчете индекса. Если доля какой-то фирмы при подсчете индекса составляет 10%, то инвестор, создающий портфель из обычных акций и желающий, чтобы его портфель зеркально отражал состояние рынка ценных бумаг, должен иметь в своем портфеле 10% акций этой фирмы из общего числа акций портфеля. Иногда портфель формируется не из всех акций, входящих в индекс, а лишь из тех, которые занимают в индексе наибольший удельный вес. Или же портфель может быть сформирован из некоторого набора акций при сохранении доли, которую занимает в индексе определенный сегмент рынка, например отрасль.

При пассивном управлении портфелем ценных бумаг применяется также метод сдерживания портфеля. Его суть состоит в том, что средства инвестируются в неэффективные ценные бумаги. При этом выбираются акции с наименьшим соотноше-

нием цены и дохода, что позволяет получить доход от спекулятивных операции на бирже. Сначала, когда цена акций падает, их покупают, затем, когда цена возвращается к нормальному уровню, их продают.

Стратегии пассивного управления портфелем облигаций:

- ***купить и держать до погашения.*** При такой стратегии менеджер фактически не уделяет внимания направлению изменений рыночных процентных ставок, анализ необходим главным образом для изучения риска неплатежеспособности. Цель этого подхода заключается в получении дохода, превышающего уровень инфляции, при минимизации риска процентных ставок. Данная стратегия в основном применяется инвесторами, заинтересованными в получении высокого купонного дохода в течение длительного периода времени, такими как взаимные фонды облигаций, страховые компании и т.п.;
- ***индексные фонды.*** Управлять индексным фондом облигаций сложнее, чем фондом акций, поскольку, во-первых, состав индексов по облигациям меняется чаще (одни погашаются, новые выпускаются в обращение) и, во-вторых, многие индексы включают в свой состав неликвидные облигации.

Приведение в соответствие денежных потоков предполагает формирование портфеля, который позволяет с наименьшими издержками обеспечить полное соответствие притоков денежных средств (доходов) оттокам (обязательствам).

Пассивные портфели характеризуются низким оборотом, минимальным уровнем накладных расходов и низким уровнем специфического риска.

Пассивный портфель пересматривается только в том случае, если изменились установки инвестора или на рынке сформировалось новое общее мнение относительно риска и доходности рыночного портфеля. Пассивный менеджер не ставит перед собой цель получить более высокую доходность, чем в среднем предлагает рынок для данного уровня риска.

Пассивное управление портфелем состоит в приобретении активов с целью держать их длительный период времени. Если в портфель включены активы, выпущенные на определенный период времени, например облигации, то после их погашения они заменяются аналогичными бумагами и т.п. до окончания инвестиционного горизонта клиента. При такой стратегии текущие изменения в курсовой стоимости активов не принимаются в расчет, так как в длительной перспективе плюсы и минусы от изменений будут гасить друг друга.

Активно-пассивный стиль управления предполагает объединение подходов активной и пассивной стратегий. Например, основная часть портфеля остается без изменений, в то время как ценными бумагами, составляющими отдельные, меньшие по величине субпортфели, ведется активная торговля.

Эффективность управления портфелем ценных бумаг предполагает проведение мониторинга портфеля в целях осуществления корректировки принятых решений. Важным принципом проведения мониторинга является сопоставимость результатов, для обеспечения которых необходимо применять единую методику и использовать ее через равные интервалы времени.

Результативность мониторинга во многом зависит от построения системы показателей портфеля, степени ее репрезентативности (представительности), а также чувствительности к неблагоприятным изменениям, имеющим отношение к рассматриваемому инвестиционному объекту.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое инвестиционный портфель?
2. Каковы цели формирования инвестиционного портфеля?
3. Какие виды инвестиционных портфелей вы знаете?
4. Каковы критерии классификации инвестиционных портфелей?
5. Перечислите принципы формирования инвестиционных портфелей.

-
6. Какие этапы выделяются в процессе формирования инвестиционного портфеля?
 7. Что такое диверсификация инвестиционного портфеля?
 8. В чем сущность портфельной теории Г. Марковица?
 9. На чем строится современная классическая портфельная теория?
 10. В чем сущность модели Шарпа?
 11. В чем состоит задача активного управления инвестиционным портфелем?
 12. Что такое свопинг?
 13. В чем заключается основной принцип пассивного управления инвестиционным портфелем?
 14. Что такое индексный фонд?
-

Глава 9. НОВЫЕ ФОРМЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ И КРЕДИТОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

9.1. Инновационное инвестирование

В последние годы инвестиции все чаще вкладываются не столько в развитие старого производства и его совершенствование, сколько в новые продукты, в новые функции и новые технологии, т.е. в инновации.

Инновация — это использование результатов научных исследований и разработок, направленных на совершенствование процесса производства, экономических, правовых и социальных отношений во всех сферах человеческого общества. В зависимости от сферы деятельности различают производственные (технологические), управленческие, экологические, государственно-правовые и другие инновации. Для производства, конечно, особо важны технологические инновации. Они подразделяются на продуктовые и процессные. **Продуктовая инновация** — это создание новых продуктов, применение новых материалов, получение принципиально новых функций. **Процессная инновация** — это новая технология производства, новая его организация.

По причинам возникновения инновации бывают реактивные и стратегические. **Реактивная инновация** — это инновация, обеспечивающая выживание фирмы и являющаяся реакцией на нововведения, осуществленные конкурентом. Вслед за ним фирма вынуждена также внедрять новшества, чтобы быть в состоянии вести борьбу на рынке.

Стратегическая инновация — это инновация, внедрение которой носит упреждающий характер с целью получения конкурентных преимуществ в перспективе.

Побудительные мотивы к инновациям подразделяют на внутренние и внешние. Внутренние стимулы вызваны необходимостью замены устаревшей продукции и технологии с целью обеспечения преимуществ в конкуренции. Внешние стимулы порождаются чаще всего изменениями в экономической политике государства. В странах с переходной экономикой решающими являются внешние стимулы, внутренние занимают незначительное место.

Инновация, являясь конечным результатом творческого труда, реализуется в виде новой технологии или новой продукции. Она опирается в основном на использование интеллектуальной собственности, которая представляет собой материально выраженный результат умственной деятельности, дающий его создателю исключительное право на него, защищенное соответствующими документами. Для правильной оценки интеллектуальной собственности необходимо оценить ее объекты. Для этого используются три подхода: затратный, рыночный и доходный, но большее применение находит доходный метод, опирающийся на использование будущих доходов от применения объектов интеллектуальной собственности.

Вложение средств в разработку и реализацию инноваций требует инновационных инвестиций, т.е. вложений в нематериальные активы, обеспечивающие внедрение научных и технических разработок в производство.

Инновации и инновационное инвестирование неразрывно связано с инновационной деятельностью.

Инновационная деятельность — это создание новой или усовершенствованной продукции, нового технологического процесса, реализуемых в экономическом обороте с использованием научных исследований. Она направлена на расширение и обновление номенклатуры и улучшения качества выпускаемой продукции, совершенствование технологии ее изготовления с по-

следующим внедрением и эффективной реализацией на внутреннем и внешнем рынках. Инновационная деятельность, связанная с капитальными вложениями в инновации, называется инновационно-инвестиционной деятельностью.

В рыночной экономике государство берет на себя поддержку наиболее приоритетных направлений инновационного развития. В последнее время одной из форм инновационной деятельности является создание небольших венчурных фирм. Они разрабатывают новые технологии, осваивают новые виды продукции, обычно пользуясь поддержкой государства и крупных компаний, которым самим невыгодно этим заниматься из-за риска понести убытки.

Основные формы государственной поддержки инновационной деятельности заключаются в следующем:

- прямое финансирование;
- предоставление индивидуальным изобретателям и малым внедренческим фирмам беспроцентных банковских ссуд;
- создание венчурных инновационных фондов, имеющих значительные налоговые льготы;
- снижение государственных патентных пошлин для индивидуальных изобретателей;
- отсрочка уплаты патентных пошлин по ресурсосберегающим изобретениям;
- право на ускоренную амортизацию оборудования;
- создание сети технополисов, технопарков.

Выбор наиболее эффективных путей технического и технологического развития, основанный на долгосрочном прогнозировании, сопоставлении внешних и внутренних факторов, лежит в основе разработки *инновационной стратегии*. Она разрабатывается на различных уровнях — от страны в целом до отдельных предприятий. В развитых странах реализуются следующие типы инновационных стратегий: наступательная, оборонительная, имитационная, зависимая, традиционная и оппортунистическая.

Наступательная стратегия заключается в занятии лидирующих позиций на рынке и требует очень высоких затрат. **Оборонительная стратегия** основана на копировании достижений лидера, внося в них незначительные изменения, и тоже требует больших затрат, но ниже, чем в наступательной стратегии. Такой стратегии придерживалась до последнего времени Япония.

Имитационная стратегия требует повторения имеющихся достижений, следования за лидерами, используя преимущества страны или предприятия. В этом случае затраты на внедрение новшеств достаточно низкие. На основе такой стратегии развивались Тайвань, Гонконг, Южная Корея. **Зависимая стратегия** ставит целью сохранить самостоятельность предприятий, но участвовать в инновационном процессе наряду с другими фирмами, выполняя для них определенные субконтрактные работы. В этом случае затраты на нововведения незначительны.

Традиционная стратегия также ставит целью самосохранение предприятий, но через использование консервативных технологий. Затраты в этом случае минимальны, но прибыль можно получать постоянно и в достаточно больших объемах. Примером такой стратегии может служить Индонезия, получающая большие доходы от традиционного туризма. **Оппортунистическая стратегия** направлена на выявление и занятие свободных рыночных ниш. Затраты на это могут быть различны: от очень высоких до минимальных, и зависят от найденного варианта и конечных целей.

Инновационные стратегии могут комбинироваться, и тоже на различных уровнях. Выбор конкретного варианта стратегии зависит от ряда факторов: экономических, социальных, политических, психологических. На него могут повлиять уровень научно-технического потенциала страны, хозяйственный уклад, традиции, цели развития экономики и, наконец, просто амбиции.

Инновации внедряются в производство после разработки инновационных проектов, которые определяют цели, требуют разработки комплекта необходимой документации, выделяют стадии осуществления проекта. Поэтому **инновационный про-**

ект — это система взаимоувязанных целей и программ их достижения, представляет собой комплекс НИОКР, финансовых, коммерческих и других мероприятий, соответствующим образом организованный и обеспечивающий эффективное решение проблемы.

Каждый проект обязательно включает в себя сформулированные цели и задачи, а также комплекс проектных мероприятий по решению поставленных целей. Все мероприятия должны быть увязаны по ресурсам и исполнителям, нацелены на реализацию проекта в установленные сроки, использование только выделенных средств и обеспечение необходимого качества. Для контроля и оценки результативности работ должна быть создана система целевых и частных показателей, характеризующих работы.

Существует точка зрения, считающая, что инновационный проект является разновидностью инвестиционного проекта. Его результаты и сама реализация связаны с большими рисками и неопределенностью. Доходность по таким проектам должна быть значительно выше, чем по обычным проектам, использующим традиционные технологии.

В настоящее время в России инновационная активность предприятий невелика. Удельный вес предприятий, разрабатывающих и внедряющих новые или усовершенствованные продукты или технологии, в промышленности составляет 9,2%. Среди стран Европейского союза минимальные показатели по этому критерию у Португалии и Греции, но они соответственно равны 26 и 29%. Показатели среди лидирующих стран достигают 62% в Нидерландах, 67% в Австрии, 71% в Дании, и 73% в Ирландии. Россия отстает от них примерно в 10–12 раз.

Такая ситуация обусловлена рядом факторов. До сих пор главным источником работы над инновациями остаются собственные средства предприятия, они составляют примерно 75% всех затрат на эти цели. Отдача от внедряемых инноваций достаточно низкая, что подтверждает и незначительный экспорт инновационной продукции.

По объемам экспорта высокотехнологичной продукции, основанной на инновациях, Россия более чем вдвое уступает Дании, Греции и Австрии. Разрыв с Кореей и Малайзией составляет примерно 13 раз, с Германией и Великобританией — 27 раз, Японией — 38 раз и с США — 70 раз. В то же время, по оценкам независимых экспертов, сегодня Россия обладает одним из лучших научно-технологических потенциалов. Однако российские разработки и идеи зачастую за бесценок уходят за рубеж или вообще остаются невостребованными.

Взятый сейчас курс на создание единого цикла “научные идеи — новые технологии — новая продукция” ориентируется на решение инновационного развития по пути создания новых технологий во всех самых современных отраслях (электроника, космос, авиация, современный транспорт), направленных на энергосбережение и решение экологических проблем, развитие технологии живых систем.

Национальная инновационная система должна соединить интересы государственного и частного бизнеса в использовании достижений науки, обеспечить прорыв российских изделий на мировые рынки наукоемкой продукции. Для решения этих проблем необходимо использовать не только традиционные, но и новые источники финансирования инвестиций в инновации.

9.2. Лизинг

Появление термина “лизинг” относится к последней четверти XIX столетия, когда телефонная компания “Белл” приняла решение не продавать телефонные аппараты, а сдавать их в аренду. Толчком же к массовому развитию лизинга стало создание компании “Юнайтед Стейтс Лизинг Корпорэйшн” в Сан-Франциско.

Сейчас **под лизингом** понимают долгосрочную аренду машин и оборудования на срок от 3 до 20 лет, купленных специально для арендатора и переданных в аренду на определенных

условиях при сохранении права собственности на них. По экономической сущности лизинговая операция — это операция кредитная, поскольку имеет место передача имущества в пользование на условиях платности, срочности, возвратности. Фактически это товарный кредит в основные фонды пользователя. Лизинг рассматривается как специфический метод финансирования инвестиций, осуществляемый специальными компаниями, которые, приобретая для инвестора машины и оборудование, как бы кредитуют его.

Так как в лизинге участвуют несколько субъектов, более точно его **экономический смысл** отражает понимание этого явления как комплекса имущественных отношений, складывающихся в связи с передачей имущества во временное пользование. Этот комплекс помимо собственно договора лизинга включает и другие договора (договор купли-продажи, договор найма). Но отношения по передаче имущества являются определяющими.

Возникновение лизинга обусловлено потребностью в инвестициях в условиях НТП и невозможностью их полного удовлетворения за счет традиционных методов финансирования — использования собственных, заемных и других средств. Как показала мировая практика, с чисто финансовой стороны лизинговые операции выгодны не только лизингодателям, но и лизингополучателям.

Предметом лизинга могут быть предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства, иное движимое и недвижимое имущество, которое можно использовать для нужд производства. Не могут быть предметом лизинга земельные участки и другие природные объекты, также имущество, запрещенное федеральными властями для свободного обращения.

Субъектами лизинга являются:

- **лизингодатель** — физическое или юридическое лицо, которое приобретает в собственность имущество для предоставления его во временное пользование на определенных условиях без перехода права собственности;

-
- **лизингополучатель** — физическое или юридическое лицо, которое обязано принять предмет лизинга во временное пользование в соответствии с договором лизинга;
 - **продавец** — физическое или юридическое лицо, которое по договору купли-продажи продает лизингодателю имущество, являющееся предметом лизинга.

Основными видами лизинга являются финансовый, оперативный и возвратный лизинги.

Финансовый лизинг — вид лизинга, при котором лизингодатель обязуется приобрести необходимое лизингополучателю имущество и передать его пользователю на определенных условиях. Срок, на который предмет лизинга передается в пользование, равен сроку амортизации имущества или превышает его. Сумма выплат за пользование должна быть такова, чтобы по истечении срока договора или даже ранее стоимость предмета лизинга была оплачена, и он переходит в собственность лизингополучателя. По сути это покупка нужного оборудования в кредит, предполагающая использования его со дня заключения договора.

При этом виде лизинга лизингополучатель определяет вид необходимого имущества и его производителя (продавца). Лизингодатель покупает это имущество для передачи его в пользование. Ответственность перед пользователем имущества (за качество, за комплектность поставки и проч.) несет производитель. После передачи купленного имущества в пользование риск случайной гибели имущества, его утраты и порчи с момента передачи предмета пользователю переходит к нему. По истечении срока действия соглашения арендатор может вернуть предмет лизинга лизингодателю, заключить новое соглашение на аренду данного оборудования, купить объект лизинга по остаточной стоимости.

Оперативный лизинг — это вид лизинга, при котором лизингодатель покупает какое-либо имущество без согласования с лизингополучателем. Срок лизинга устанавливается договором, но он, как правило, короче срока амортизации изделия. После завершения срока предмет лизинга возвращается собственни-

ку, и пользователь не имеет права требовать передачи собственности ему. Этот лизинг особенно выгоден производителям, которым необходимо периодическое использование сезонного оборудования. Тогда нет необходимости покупать его, а можно брать в аренду на необходимый срок.

Возвратный лизинг — лизинг, при котором продавец предмета лизинга одновременно выступает как лизингополучатель. Иными словами, собственник оборудования продает его в лизинговой фирме и одновременно берет это оборудование у нее в аренду. В результате этой операции продавец становится арендатором. Возвратный лизинг применяется в случаях, когда собственник объекта сделки испытывает острую потребность в денежных средствах и с помощью данной формы лизинга улучшает свое финансовое положение.

В российской практике наибольшее распространение получил финансовый лизинг. Его можно классифицировать по следующим признакам:

- **по составу участников лизинговой операции.** В этом случае выделяют *прямой лизинг*, когда лизингодателем выступает непосредственный производитель продукта, что снижает сопутствующие затраты при оформлении и упрощает процедуру оформления лизинговой сделки. Вторая форма — *косвенный лизинг*, осуществляемый при участии посредников, которыми выступают, как правило, лизинговые компании;
- **по региональной принадлежности** лизинг бывает внутренний и внешний. *Внутренний* лизинг бывает, когда участниками сделки выступают резиденты данной страны, а *внешний* — когда в ней участвуют представители разных стран;
- **по формам лизинговых платежей** выделяют денежный, компенсационный и смешанный лизинг. Первый требует платежей только в денежной форме, второй производит оплату в форме поставок продукции, производимой

на оборудовании, переданном в лизинг, а третий позволят производить оплату и в той, и в другой формах;

- **по характеру финансирования объекта лизинга** выделяют индивидуальный лизинг, при котором лизингодатель полностью финансирует производство или приобретение передаваемого в аренду имущества, и раздельный лизинг, при котором активы приобретаются с использованием собственного и заемного капитала.

В отдельных случаях лизинг может использоваться не просто как дополнительный, а как **основной источник финансирования инвестиций**. Это возможно в тех случаях, когда предприятию для организации нового производства необходимо получить новое оборудование в пользование, а денег (а такие мероприятия требуют очень крупных сумм) на эти цели нет или не хватает. В этом случае помогает лизинг, когда без полной оплаты это оборудование можно получить в пользование. Нередко предприятие хочет поставить новое, дорогое оборудование, но не уверено в его качественных характеристиках. В этом случае лизинг поможет **опробовать оборудование** до его полной оплаты, т.е. до приобретения в собственность.

Закупка необходимого оборудования при лизинге происходит по **оптимальным рыночным ценам**, что важно как для лизингополучателя, так и лизингодателя. Кроме того, лизингополучателю предоставляется широкий спектр сопутствующих товару услуг по наладке и обслуживанию приобретаемого оборудования.

И лизингодателю, и лизингополучателю лизинг обеспечивает определенные **налоговые выгоды**. Во-первых, арендная плата пользователя оборудования в лизинговой сделке относится на издержки производства и, соответственно, снижает облагаемую налогом прибыль, а значит, и размер налога, взимаемого в бюджет. Во-вторых, налоговое законодательство предусматривает для лизинговых сделок ускоренную амортизацию, т.е. систему дополнительных льгот не только арендатору, но и арендодателю.

Но у лизинга есть и некоторые *недостатки*. Он может быть более дорогостоящим, чем банковский кредит на покупку такого же имущества. Из-за этого и потому что лизинг предполагает более быструю, а значит, и большую в каждый период амортизацию, происходит удорожание себестоимости продукции. Правда, ускоренная амортизация может быть введена только с согласия арендодателя, что ограничивает возможности предприятия в формировании собственных ресурсов. Взяв оборудование в долгосрочную аренду, лизингополучатель не может при необходимости модернизировать это оборудование без согласия арендодателя.

Учитывая все положительные и отрицательные стороны лизинга, инвестор принимает решение о его использовании.

Процесс разработки политики привлечения финансового лизинга сложен и состоит из нескольких последовательных шагов:

- исходя из необходимости использования лизинга для конкретных инвестиционных операций, предприятие производит выбор объекта финансового лизинга с учетом оценки их инновационных качеств;
- многообразие видов финансового лизинга ставит предприятие перед проблемой выбора наиболее адекватного. Критериями такого выбора могут быть: страна-производитель и рыночная стоимость объекта лизинга, сложившаяся практика осуществления лизинговых операций и ее региональные особенности, возможности эффективного использования лизингуемого актива. При этом лизингополучатель по своему усмотрению может либо самостоятельно выбрать объект лизинга, а лизингополучатель его оплатить и сдать в аренду; либо передать функции выбора актива лизингодателю.

После выбора объекта и вида финансового лизинга стороны лизинговой операции приступают к согласованию условий лизинговой сделки. Такими условиями являются:

- срок лизинга (обычно определяется периодом амортизации);

-
- сумма лизинговой операции, которая, с одной стороны, должна обеспечить лизингодателю возмещение затрат по приобретению актива, кредитного процента за отвлекаемые денежные ресурсы, комиссионное вознаграждение, соответствующее операционным расходам по обслуживанию лизинговой операции, налоговые платежи, обеспечивающие получение чистой прибыли; а с другой — быть не ниже уровня рентабельности деятельности предприятия;
 - условия страхования лизингуемого имущества, которое, как правило, осуществляет лизингополучатель в пользу лизингодателя;
 - форма лизинговых платежей;
 - график лизинговых платежей: они могут осуществляться равномерным, прогрессивным, регрессивным, неравномерным потоками;
 - система штрафных санкций за просрочку лизинговых платежей, обычно пеня за каждый день просрочки;
 - условия расторжения лизингового договора. Он может быть расторгнут лизингополучателем, если лизингодатель не выполнил условия приобретения и поставки имущества. При банкротстве лизингополучателя и расторжении договора виновная сторона уплачивает сумму закрытия сделки, в которую включаются: невыплаченная часть общей суммы лизинговых платежей, сумма пеней за просрочку платежей, неустойка, определенная договором.

Оценка эффективности лизинговой операции проводится путем сравнения настоящей стоимости денежных потоков при лизинговой операции и при банковском кредите.

9.3. Венчурное финансирование

Сегодня главным источником экономического роста страны является НТП и развитие инновационного бизнеса. Для внедрения достижений науки и техники в производство необходим

немалый капитал. В этой связи одним из основных источников финансирования инновационных проектов становится венчурный капитал. Понятие “венчур” в переводе с английского означает “риск”, поэтому венчурное финансирование еще называют рискованным финансированием.

Венчурный (рисковый) капитал представляет собой особую форму вложения капитала в объекты инвестирования с высоким уровнем риска в расчете на быстрое получение высокой нормы дохода. Таким образом, венчурное финансирование состоит в финансировании инвестиций в новые формы деятельности, поэтому оно сопровождается высоким риском в обмен на получение значительного дохода.

Венчурным считается предприятие (обычно небольшое), деятельность которого связана с разработкой новых видов продукции, услуг, технологий, которые еще не известны потребителю, но имеют большой рыночный потенциал, что связано с большой степенью риска их продвижения на рынке. Именно инновационность их деятельности обеспечивает получение высокого дохода.

Венчурное финансирование основывается на предварительной оценке инвестиционного проекта, деятельности и финансового состояния компании, реализующей данный инновационный проект. Чаще всего венчурное финансирование осуществляется в форме акционирования.

Для финансирования венчуров создаются венчурные фонды. Инвестиционные ресурсы венчурного фонда предназначены для венчурных компаний, у которых большие шансы вырасти в крупные прибыльные предприятия. Однако эти шансы сочетаются с высоким риском.

Поэтому для венчурного фонда характерно распределение рынка между инициаторами проекта и инвесторами. Риск распределяется следующим образом. Во-первых, средства венчурного фонда распределяются между несколькими проектами, причем на разных стадиях развития (реализации). Во-вторых, владельцы венчурного капитала стремятся распределить финансовые вложения по различным отраслям. В-третьих, как

правило, для контроля за деятельностью венчурного фонда назначают высококвалифицированного управляющего, занимающегося распределением финансовых ресурсов фонда и поиском перспективных источников для финансирования инвестиционных проектов. В-четвертых, сам венчурный фонд создается путем объединения финансовых средств различных инвесторов, которые в случае проигрыша пострадают лишь своей частью вложенного капитала. В-пятых, отбор проектов для финансирования осуществляется на основе их тщательного анализа и оценки на состоятельность и доходность. В-шестых, диверсификация вложений в различные высокодоходные инвестиционные проекты обеспечивает компенсацию возможных потерь от одних проектов сверхприбылью, полученной от других проектов.

Одним из основных способов защиты от инвестиционных рисков было и остается страхование. В полной мере это относится и к венчурному финансированию. Механизмы организации страхования и гарантий привлекаемых инвестиционных ресурсов под венчурные проекты должны включать создание системы государственного страхования рисков венчурных инвесторов. Необходимость этого заключается в том, что именно инновационные проекты являются основной экономического роста страны.

Страховая защита венчурных проектов может осуществляться по следующим основным группам рисков:

- риски, связанные с изменением рыночной конъюнктуры, надежностью партнеров по венчурному бизнесу;
- классические типы рисков (стихийные бедствия, пожары, кражи и т.п.);
- специфические риски, связанные с осуществлением определенных видов деятельности;
- риски неплатежа при кредитовании.

К сожалению, страховые компании сегодня идут на страхование только классических рисков.

Основными принципами работы венчурного фонда являются:

1. Создание фонда венчурного капитала в форме товарищества, в котором организатор несет полную ответственность за использование средств фонда. Для этого разрабатывается бизнес-план.

2. Размещение средств венчурного фонда по различным проектам со степенью риска не более 25% и со сроком отдачи вложений не превышающим, как правило, 3–5 лет.

3. “Выход” венчурного капитала из венчурного предприятия путем его превращения в акционерное общество открытого типа с последующим размещением акций венчурного предприятия на фондовой бирже или их продажи крупной корпорации.

Для реализации механизма венчурного финансирования в России была создана Российская ассоциация венчурного инвестирования. В России создано множество таких фондов. На конец 2008 г. общий объем средств, сосредоточенный в них, составил 7 млрд долл., но около 75% этих средств вкладывается в компании с иностранным капиталом. Эта тенденция возникла вместе с возникновением этих фондов, и до сих пор преодолеть ее не удалось.

9.4. Проектное финансирование

Под **проектным финансированием** понимается финансирование инвестиционных проектов, характеризующихся особым способом обеспечения возвратности вложений, в основе которого лежат инвестиционные качества самого проекта, те доходы, которые получит создаваемое или реконструируемое предприятие в будущем. Специфический механизм проектного финансирования включает анализ технических и экономических характеристик инвестиционного проекта и оценку связанных с ним рисков, а базой возврата вложенных средств служат доходы проекта, остающиеся после покрытия всех издержек.

Особенностью этой формы финансирования является также возможность совмещения различных видов капитала: бан-

ковского, коммерческого, государственного, международного. В отличие от традиционной кредитной сделки может быть осуществлено рассредоточение риска между участниками инвестиционного проекта.

Проектное финансирование характеризуется широким составом кредиторов, что обуславливает возможность организовать консорциумы, интересы которых представляют, как правило, наиболее крупные кредитные институты: банки-агенты. В качестве источников финансирования могут привлекаться средства международных финансовых рынков, специализированных агентств экспортных кредитов, финансовых, инвестиционных, лизинговых и страховых компаний, долгосрочные кредиты МБРР, МФК, ЕБРР. Крупные банки, занимающиеся финансированием инвестиционных проектов, имеют специализированные подразделения для организации, контроля и анализа реализации проектов.

Среди используемых зарубежными банками моделей проектного финансирования можно выделить несколько схем.

Схема финансирования под будущие поставки продукции часто используется при осуществлении нефтяных, газовых и других сырьевых проектов. Ее относят к формам финансирования с ограниченным регрессом на заемщика, подкрепляемым контрактами, в которых предусматриваются безусловные обязательства покупателя типа “брать и платить” и “брать или платить” с третьими кредитоспособными сторонами. Эта схема предполагает участие как минимум трех сторон: кредиторов (банковский консорциум), проектной (специальной компании, занимающейся непосредственной реализацией инвестиционного проекта) и посреднической компании — покупателя продукции. Посредническая компания может учреждаться кредиторами.

Механизм действия рассматриваемой схемы следующий. Банковский консорциум, финансирующий проект, предоставляет кредит посреднической компании, та, в свою очередь, передает денежные средства проектной компании в форме аванса за будущую поставку определенного количества продукции

по фиксированной цене, достаточной для погашения долга. Погашение кредитов увязывается с движением денежных потоков от реализации поставляемой продукции.

Схема “строить — эксплуатировать — передавать” и “строить — владеть — эксплуатировать — передавать” с привлечением иностранных инвестиций используется при сочетании финансирования с ограниченным регрессом и финансирования под правительственную гарантию. В соответствии со схемой “строить — эксплуатировать — передавать” на основе получения от государственных органов концессии группа учредителей создает компанию, в обязанности которой входят финансирование и организация строительства объекта. По завершении работ компания вправе эксплуатировать или владеть объектом. Государство может содействовать реализации инвестиционного проекта путем заключения контракта на покупку объекта по фиксированной цене или опционной сделке, предоставления гарантий банку, кредитующему проект.

Организация финансирования инвестиционного проекта на условиях “строить — владеть — эксплуатировать — передавать” предполагает получение специальной компанией от государства лицензий на основе франчайзинга. Здесь имеет место кредитование непосредственно специальной компании под гарантии правительства.

При использовании названных выше схем происходит распределение проектных рисков между участниками (специальной компанией-подрядчиком, кредитором-банком или их группой и государством), закрепляемое в концессионном договоре или франчайзинг-соглашении, обеспечивается взаимная заинтересованность участников проекта в своевременном и эффективном его осуществлении.

Привлекательность данных схем для государства обусловлена следующим:

- государство, играя важную роль в реализации проекта, не несет при этом расходов, что сводит к минимуму влияние его на бюджет;

-
- через некоторое время, определяемое периодом концессии или франчайзинг-соглашения, государство получает в собственность действующий объект;
 - использование механизма конкурсного отбора, переключение финансирования на частный сектор вследствие его более высокой эффективности позволяет добиться больших результатов;
 - стимулирование притока высоких технологий, иностранных инвестиций, достигаемое посредством использования этих схем, позволяет решить национально значимые экономические и социальные проблемы.

Вопросы для самоконтроля

1. Что такое инновации и какими они могут быть?
 2. Что такое инновационная деятельность?
 3. Какие виды инновационной стратегии вы знаете?
 4. Какова связь инноваций и инвестиций?
 5. В чем сущность лизинга?
 6. Кто является субъектами лизинга?
 7. Какова роль лизинга в финансировании инвестиций?
 8. В чем положительные и отрицательные стороны лизинга?
 9. Что такое венчурное финансирование?
 10. Как распределяются риски в венчурных фондах?
 11. Каковы основные принципы работы венчурных фондов?
 12. Что такое проектное финансирование?
 13. В чем сущность финансирования под будущие поставки?
 14. Какие другие схемы могут быть использованы?
-

Глава 10. ОСОБЕННОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ В РОССИИ

10.1. Характерные черты инвестиционных процессов в России

Долгосрочный устойчивый экономический рост может быть обеспечен лишь в условиях притока в экономику широко-масштабных инвестиций, как внутренних, так и внешних. Как утверждают многие экономисты, сегодня Россия находится на критических этапах перехода между стадиями экономического развития: между стадией традиционных факторов развития производства и инвестиционной стадией, между инвестиционной и инновационной стадиями. Это главная причина, почему ей необходимы высокие темпы экономического роста.

Экономический рост нужен России не сам по себе, не любой ценой. Он должен сопровождаться прогрессивными структурными сдвигами в экономике, быть устойчивым и обеспечить сокращение разрыва с наиболее развитыми странами. Поддержание высоких темпов роста ВВП, о котором говорилось последние годы, невозможно без опережающего роста инвестиций. С одной стороны, на позитивную инвестиционную динамику оказывает быстрый рост ВВП, а с другой — инвестиции становятся основным фактором, придающим импульс и динамике ВВП. Следовательно, существует связь между нормой валовых накоплений (отношение валового накопления к ВВП) и динамикой ВВП.

С переходом к рыночной экономике изменилась инвестиционная деятельность, стимулирование инвестиционных процессов. За последние десятилетия полностью перестроился весь ин-

вестиционный сектор российской экономики, потеряв прежнюю опору на государственный бюджет. Доля государства за этот период сократилась в 5 раз и уже в середине первого десятилетия XXI века составила около 17% общих инвестиционных затрат. Мир признал рыночный характер экономики России и поддержал готовность страны присоединиться к ВТО. Россия вошла в мировое пространство, располагая рыночными институтами и все еще высоким интеллектуальным потенциалом, огромными сырьевыми ресурсами.

В последние годы в стране несколько улучшился инвестиционный климат, который увеличил объем инвестиций. Процесс развития инвестирования поддерживался целым рядом общенациональных факторов:

- в связи с высокой доходностью значительно возросли собственные инвестиционные возможности предприятий экспортно-ориентированных отраслей;
- некоторое улучшение финансового положения произошло и на предприятиях, хоть не намного, но средняя норма прибыли в промышленности выросла;
- снижение ставки рефинансирования позволило увеличить предприятиям заемные средства;
- относительная стабилизация, которая наблюдалась в экономике страны, привлекла дополнительные иностранные инвестиции;
- рост доходов населения привел к увеличению сбережений и росту вкладов и, соответственно, к увеличению кредитных ресурсов банков.

Однако инвестиционный процесс в России пока не достиг уровня, позволяющего компенсировать текущие потери от старения основных фондов реального сектора экономики. Усилился процесс опережения выбытия жизненно важных элементов основных фондов по отношению к вводу новых, что стало одной из многочисленных причин разразившегося кризиса. Абсолютная сумма прямых отечественных инвестиций в основной капитал резко отставала от потребности в них. Для ликвидации этого

разрыва такие инвестиции нужно было увеличить вдвое. В результате инвестиционный спрос снизился, и высветились все негативные стороны инвестиционного климата.

Определенную роль сыграли не только недостаточная динамика инвестиционного процесса, но и его отраслевая несбалансированность. Сложившиеся направления инвестиционного процесса консервируют экспортно-сырьевую направленность российской экономики. Инвестиции в основном сосредоточены в топливной промышленности и трубопроводном транспорте. Снижен удельный вес инвестиций в обрабатывающую промышленность (химию, нефтехимию, машиностроение, металлообработку) и в отрасли, ориентированные на конечный спрос населения (легкую и пищевую промышленность).

В то же время в обрабатывающей промышленности, особенно в высокотехнологичных производствах, резервы увеличения выпуска продукции определяются качеством оборудования и используемых технологий. Значительный износ основного капитала в этих отраслях является причиной наиболее низкой загрузки оборудования и фактором, ограничивающим возможности роста производства.

Одним из путей выхода из сложившегося положения является увеличение капиталовложений в начальную стадию научно-технического развития, т.е. в фундаментальные и прикладные научные исследования, разработку новых технологий. Это позволит увеличить производство конкурентоспособной продукции и значительно уменьшит зависимость страны от импорта.

В последние годы наблюдалось выравнивание межрегиональной инвестиционной активности в Центральном, Приволжском, Сибирском и Уральском округах. Это означает принципиальное равенство объема инвестиционных ресурсов потребности в них в форме, пригодной для эффективного инвестирования в проекты. В федеральных округах, имеющих морские границы, наблюдается рост концентрации промышленных инвестиций, что следует рассматривать как проявление особой инвестиционной привлекательности регионов в этих округах.

В таких регионах, как Архангельская и Ленинградская области, инвестиционным магнитом являются машиностроительные проекты (судостроение и автомобилестроение), в республике Коми — это сырьевые проекты федерального значения. В Южном федеральном округе концентрация инвестиций росла за счет повышения доли Волгоградской и Ростовской областей, а также Краснодарского края, которые составляют промышленную основу данного округа. В Дальневосточном федеральном округе наблюдался наибольший за последние годы темп роста концентрации инвестиций, прежде всего в Амурской и Сахалинской областях, Хабаровском крае, на Чукотке и в Еврейской АО, где реализуются сырьевые (нефть и лес) и машиностроительные проекты (авиастроение и судостроение).

Иностранные инвестиции в Россию поступают в основном в торговлю, общественное питание и так называемую общую коммерческую деятельность, а также в нефтяную и металлургическую промышленность, работающие на экспорт.

Оценивая территориальное распределение иностранных инвестиций по России, следует учитывать, что создаваемая статистикой картина не отражает сложившуюся ситуацию. Российская статистика учитывает иностранный капитал только по месту регистрации фирмы-реципиента, а не по месту реального вложения ресурсов. В значительной мере это объясняет лидирующее положение Москвы в привлечении иностранных инвестиций, которые могут затем перемещаться в регионы.

В настоящее время в территориальном распределении иностранного капитала активную роль играют интересы зарубежных инвесторов, вкладывающих капитал с целью скорейшего получения максимально возможной прибыли. Поэтому они направляют его туда, где существуют для этого наилучшие условия: в крупные города с развитым производственным потенциалом и рыночной инфраструктурой. Это усиливает неравномерность распределения иностранного капитала и неравномерность развития регионов.

Распределение иностранных инвестиций по отраслям также прежде всего определяется краткосрочными интересами зарубежных инвесторов. Капитал охотно вкладывается в сырьевые отрасли и в отрасли с быстрой оборачиваемостью и окупаемостью — кондитерскую, пивоваренную, табачную, производство соков и безалкогольных напитков, где иностранные инвесторы уже заняли ведущие позиции, нередко под традиционными российскими марками. Правда, в последние годы наметились некоторые изменения. Все больше средств вкладывалось в транспортные коммуникации, отдых и туризм и в систему высшего образования.

Итак, особенностями инвестиционного процесса в России в последние годы можно считать:

- возросшие размеры инвестиций;
- оставшуюся диспропорцию между потребностями реального сектора экономики и инвестициями в него;
- сохранение топливно-сырьевой направленности развития;
- неравномерное отраслевое и региональное распределение инвестиций;
- увеличение притока иностранного капитала в страну, но лишь в отдельные отрасли и регионы;
- проблемы современного инвестиционного процесса.

10.2. Инвестиционная политика современной России

Для решения проблемы привлечения инвестиций в экономику страны необходима серьезная государственная инвестиционная политика, представляющая собой комплекс ориентированных на потребности национального хозяйства подходов и решений, определяющих объем, структуру и направления использования инвестиций в сферах и отраслях экономики.

Главной задачей государственной инвестиционной политики является формирование благоприятной среды, способству-

ющей привлечению и повышению эффективности использования инвестиционных ресурсов в развитие экономики и социальной среды.

Инвестиционная политика должна быть ориентирована:

- на определение целесообразных для каждого периода времени объемов инвестиций и их структуры: отраслевой, воспроизводственной, технологической, территориальной и по формам собственности;
- на выбор приоритетов;
- на повышение эффективности инвестиций.

Данное определение обрисовывает все составляющие инвестиционной политики, но можно дать и более широкую трактовку. **Инвестиционная политика государства** — комплекс взаимосвязанных целей и мероприятий по обеспечению необходимого уровня и структуры инвестиций в экономику страны, а также отдельные ее сферы и отрасли, по повышению инвестиционной активности всех основных агентов воспроизводственной деятельности: населения, предпринимателей, государства. Проще говоря, инвестиционная политика — это деятельность государства, направленная на изыскание источников инвестиций и установление рациональных областей их использования.

Цели инвестиционной политики государства заключаются:

- в обеспечении структурной перестройки экономики;
- стимулировании предпринимательства и частных инвестиций;
- создании дополнительных рабочих мест;
- привлечении инвестиционных ресурсов из различных источников, включая иностранные инвестиции;
- стимулировании создания негосударственных структур для аккумуляции денежных средств населения на инвестиционные цели;
- создании правовых условий и гарантий для развития ипотечного кредитования;
- развитии лизинга в инвестиционной деятельности;
- поддержке малого и среднего предпринимательства;

-
- совершенствовании системы льгот и санкций при осуществлении инвестиционного процесса;
 - создании условий для становления и развития венчурного инвестирования.

Следует отметить, что государственное регулирование инвестиций и инвестиционная политика — не однозначные термины. Во-первых, инвестиционная политика может иметь направленность невмешательства, тогда как понятие “государственное регулирование инвестиционной деятельности” говорит о государственных мерах, предпринятых в этой сфере деятельности. Во-вторых, государственное регулирование инвестиционной деятельности содержит инструменты, не относящиеся непосредственно к инвестиционной политике.

Государство регулирует инвестиционную активность посредством законодательства, через государственное планирование, программирование, через государственные инвестиции, субсидии, льготы, кредитование, осуществление экономических и социальных программ. Для государственного регулирования особенно важно найти оптимальное сочетание рыночной свободы и деятельности государства.

Содержание государственного регулирования инвестиционной деятельности определяется целями, стоящими перед государственными органами, а также средствами и инструментами, которыми располагает государство при проведении инвестиционной политики.

Государственное регулирование инвестиционной деятельности представляет собой совокупность государственных подходов и решений, закрепленных законодательством, организационно-правовых форм, в рамках которых инвестор осуществляет свою деятельность. Регулирование выражается в прямом управлении государственными инвестициями: системе налогов с дифференцированием налоговых ставок и налоговых льгот, финансовой помощи в виде дотаций, субсидий, бюджетных ссуд, льготных кредитов, в финансовой и кредитной по-

литике, ценообразовании, выпуске в обращение ценных бумаг, амортизационной политике.

До недавнего времени политика в области инвестиций была прерогативой федерального центра, принимающего решения о “горизонтальном” и “вертикальном” перераспределении инвестиционных средств. Инвестиционные кризисы доказали неэффективность такой системы, и регулирование инвестиционной деятельности постепенно смещается на региональный уровень, на котором лучше видны текущие задачи развития, возможные к применению методы стимулирования.

К основным принципам инвестиционной политики государства на современном этапе можно отнести:

- снижение реальных процентных ставок до уровня, соответствующего эффективности инвестиций в реальный сектор экономики, на основе обеспечения сбалансированного бюджета и дальнейшего снижения инфляции;
- проведение налоговой реформы, предполагающей рассмотрение инвестиционных возможностей субъектов рынка, на основе упорядочивания, упрощения и структурной перестройки существующей налоговой системы, а также совершенствования амортизационной политики;
- осуществление процесса реформирования предприятий с целью повышения их инвестиционной привлекательности;
- формирование организационно-правовых предпосылок снижения инвестиционных рисков с целью стимулирования сбережений населения, прямых инвестиций внутренних и внешних инвесторов;
- повышение эффективности использования бюджетных инвестиционных ресурсов на основе их конкурсного размещения, смешанного государственно-коммерческого финансирования приоритетных инвестиционных проектов, предоставления государственных гарантий по частным инвестициям и усиления государственного контроля за целевым использованием бюджетных средств.

В условиях глобализации экономики и интернационализации инвестиций еще одним важным принципом инвестиционной политики государства является создание условий для совершенствования корпоративных отношений, приведения уровня корпоративного управления в отечественных компаниях к международным стандартам.

Инвестиционная политика страны и региона зависит от того, каким образом протекает инвестиционный процесс, т.е. многосторонняя деятельность участников воспроизводственного процесса по наращиванию ВВП. В результате инвестиционной деятельности многообразных участников осуществляются практические действия по реализации всевозможных видов инвестиций: реальных и финансовых, долгосрочных и краткосрочных, государственных, частных и иностранных.

Реализацию установленной политики в области инвестиций возможно проводить в жизнь при наличии действенной системы стимулирования. Считается, что стимулирование инвестиционной активности предприятий следует осуществлять с помощью косвенного экономического регулирования, т.е. нужно создавать благоприятные экономические условия для всех сфер хозяйствования. Фактически с этой точки зрения проведение государством политики создания благоприятного инвестиционного климата является необходимым и достаточным условием стимулирования инвестиционной активности субъектов хозяйствования.

Основными мерами по реализации такой политики могут быть:

- развитие конкуренции путем поддержания малого и среднего бизнеса и контроля за деятельностью монополий;
- проведение институциональных образований (таких, как судебная реформа), направленных на снижение транзакционных издержек у субъектов рыночных отношений;
- проведение политики “дешевых денег”, стимулирующая денежно-кредитная политика делает кредит более дешевым ресурсом, при снижении ставки банковского процен-

та кредитные ресурсы банков становятся доступнее для реального сектора экономики и инвестиционная активность возрастает.

Правительство России сегодня является сторонником этой позиции. Неоднократно приводились аргументы в пользу того, что в современных условиях прямое участие государства в инвестиционных проектах неэффективно, и приводит лишь к лоббированию интересов каких-либо групп, к увеличению коррупции и разворовыванию государственных денег. Альтернативная точка зрения состоит в том, что государство должно не только способствовать экономическому росту в стране, но и создавать условия для сбалансированного экономического роста, создавать эффективную структуру экономики на основе выбранных приоритетов развития. Опыт последних лет показывает, что на фоне глобализации экономических и социальных взаимосвязей, увеличивающейся международной конкуренции целые отрасли отечественной экономики оказываются нежизнеспособными. Происходит перекося экономики в сторону увеличения доли сырьевых отраслей и сокращения доли перерабатывающей промышленности в ВВП России. При этом приходится констатировать, что произошла переориентация экономики от экономики знаний до экономики, основанной на экстенсивном увеличении добычи сырья. Это означает потерю Россией курса стратегического развития, увеличение оттока капитала и умов в экономически более развитые страны.

Избежать развития экономики России по подобному сценарию предлагается путем прямого экономического стимулирования инвестиционной активности предприятий. Это возможно путем проведения государственной промышленной политики. Она должна стать основным двигателем интересов перестройки экономики от сырьевой к инновационной модели развития.

Сейчас, в начале XXI века, необходимо постоянно вести работу в нескольких направлениях. К ним относятся:

1. Совершенствование налоговой системы, направленное на снижение налогового бремени, что особенно важно для капита-

лообразования в условиях, когда основой финансирования инвестиций являются собственные средства предприятий.

2. Сокращение коррупции в стране, являющейся серьезной угрозой для инвестиционного процесса, через проведение административной и судебной реформ, которые должны сократить функции чиновников и укрепить демократический контроль за их деятельностью.

3. Снижение по мере возможности банковского процента за кредиты, стимулируя использование кредитных ресурсов для инвестиций.

4. Создание механизмов эффективного решения проблем неблагополучных и убыточных фирм. Большая доля неэффективного производства оказывает негативное воздействие на инвестиционную стратегию остальных участников рынка.

5. Активизация развития малого бизнеса, процесса его перехода с посреднической деятельности на инновационную модель.

6. Разработка и постоянная корректировка стратегии привлечения в страну иностранных инвестиций.

Особое место в современной инвестиционной политике государства будет занимать проблема распределения государственных средств в связи с реализацией программы модернизации экономики страны. Эта работа потребует очень больших ресурсов, которые всегда носят ограниченный характер. Необходимо также учитывать, что помимо задач модернизации приходится решать и многочисленные текущие задачи. Поэтому всегда существует альтернатива — или отказаться от решения сегодняшних задач (чаще всего — социальных), или сократить вложения в процессы модернизации и затянуть решение всех ее проблем. Но, оказывается, можно найти и еще один путь решения.

Так, одной из самых больных социальных проблем России является развитие системы здравоохранения. Эту проблему можно решить, закупив за границей передовую медицинскую технику и необходимые медикаменты, а также обеспечив наши клиники всем необходимым. Но можно решить проблему иначе, с точки зрения модернизации экономики: направить эти колос-

сальные деньги на развитие производства медицинской техники в стране и на отечественную фармацевтику, разработку новых технологий в медицине, основанных на использовании отечественного производства.

Использование в образовательных процессах информационных технологий и компьютеров потребует развития отечественного производства необходимой техники.

В условиях рыночной экономики ресурсное обеспечение процессов модернизации невозможно без привлечения частных капиталов. Следовательно, одной из задач государства становится формирование системы мер, стимулирующих предпринимателей к активному участию в инвестировании всех высокотехнологичных проектов.

Вопросы для самоконтроля

1. Перечислите особенности современной экономики России.
 2. Какие особенности инвестиционного процесса мешают нормальному развитию экономики?
 3. Какова роль иностранных инвестиций в развитии экономики России?
 4. Какова главная задача государственной инвестиционной политики?
 5. В чем заключаются социально-экономические цели государственной инвестиционной политики?
 6. Что такое государственное регулирование инвестиционной деятельности?
 7. Каковы основные принципы инвестиционной политики России?
-

СПИСОК РЕКОМЕНДОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Алексеев А., Кузнецова Н. Структура инвестиций: насколько она передовая? // Экономист. — 2010. — № 3.

Андреев В.А. Особенности инвестирования в российские инновационные компании // Финансы. — 2009. — № 10.

Ивасенко А.Г., Никонова Л.И. Иностранные инвестиции. — М.: КноРус, 2010.

Лимитовский М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках. — М.: АНХ, Дело, 2011.

Лукаевич И.Я. Инвестиции. — М.: ИНФРА-М, 2011.

Мангулянцева О. Как вырастить компанию на миллиард: прописные истины венчурного бизнеса. — М.: Альпина паблишерз, 2010.

Нешиной В.В. Инвестиции. — М.: ИТК “Дашков и К”, 2011.

Ньютон Р. Управление проектами от А до Я. — М.: Альпина Паблишерз, 2011.

Полковников А.В., Дубовик М.Ф. Управление проектами. — М.: Эксмо, 2011.

Сироткин С.А., Кильчевская И.Р. Экономическая оценка инвестиционных проектов. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2011.

Хазанович Э.С. Иностранные инвестиции. — М.: КноРус, 2011.

Главный редактор — *А.Е. Илларионова*
Редактор — *В.Н. Рогожкин*
Художник — *В.А. Антипов*
Корректор — *Т.М. Александрова*
Верстка — *И.А. Пеннер*

Ответственный за выпуск — *М.Д. Писарева*

Учебное издание

Николаева Ирина Павловна

Инвестиции

Санитарно-эпидемиологическое заключение
№ 77.99.60.953.Д.007399.06.09 от 26.06.2009 г.

Подписано в печать 10.09.2012. Формат 60×88 1/16.
Печать офсетная. Бумага газетная. Печ. л. 16,0.
Тираж 1500 экз. (2-й завод 751–1500 экз.) Заказ

Издательско-торговая корпорация “Дашков и К°”
129347, Москва, Ярославское шоссе, д. 142, к. 732.
Для писем: 129347, Москва, п/о И-347;
Тел./факс: 8(495) 741-34-28,
8(499) 182-01-58, 182-42-01, 182-11-79, 183-93-01.
E-mail: sales@dashkov.ru — отдел продаж;
office@dashkov.ru — офис;
<http://www.dashkov.ru>

Отпечатано в соответствии с качеством предоставленных диапозитивов
в ФГУП “Производственно-издательский комбинат ВИНТИ”,
140010, г. Люберцы Московской обл., Октябрьский пр-т, 403. Тел.: 554-21-86
