

Министерство образования Республики Беларусь

Учреждение образования
«Гомельский государственный технический
университет имени П. О. Сухого»

Кафедра «Менеджмент»

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПРОЕКТИРОВАНИЕ

**УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ПОСОБИЕ
для студентов специальности
1-27 01 01-01 «Экономика и организация
производства (машиностроение)»
заочной формы обучения**

Гомель 2016

УДК 330.322(075.8)
ББК 65.9-56я73
И58

*Рекомендовано научно-методическим советом
заочного факультета ГГТУ им. П. О. Сухого
(протокол № 3 от 29.01.2015 г.)*

Составители: М. В. Голуб, Л.В. Лапицкая

Рецензент: доц. каф. «Маркетинг» ГГТУ им. П. О. Сухого
канд. экон. наук, доц. *Л. Л. Соловьева*

Инвестиционное проектирование : учеб.-метод. пособие для студентов специальности 1-27 01 01-01 «Экономика и организация производства (машиностроение)» заоч. формы обучения / сост.: М. В. Голуб, Л. М. Лапицкая. – Гомель : ГГТУ им. П. О. Сухого, 2016. – 196 с. – Систем. требования: PC не ниже Intel Celeron 300 МГц ; 32 Mb RAM ; свободное место на HDD 16 Mb ; Windows 98 и выше ; Adobe Acrobat Reader. – Режим доступа: <https://elib.gstu.by>. – Загл. с титул. экрана.

Изложены основные положения инвестиционного проектирования.
Для студентов специальности 1-27 01 01-01 «Экономика и организация производства (машиностроение)» заочной формы обучения.

УДК 330.322(075.8)
ББК 65.9-56я73

© Учреждение образования «Гомельский
государственный технический университет
имени П. О. Сухого», 2016

Тема 1

ПОНЯТИЕ И СУЩНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

1. Экономическая сущность инвестиций

Термин «инвестиции» происходит от латинского слова «invest», что означает «вкладывать».

Инвестиции представляют собой вложение капитала с целью последующего его увеличения. Прирост капитала должен быть достаточным с тем, чтобы: 1) компенсировать инвестору отказ от использования имеющихся средств на потребление в текущем периоде; 2) вознаградить его за риск; 3) возместить потери от инфляции в предстоящем периоде.

Источником прироста капитала и движущим мотивом осуществления инвестиций является прибыль. Вложение капитала и получение прибыли могут происходить в различной временной последовательности. При последовательном протекании этих процессов прибыль получается сразу же после завершения инвестиций в полном объеме.

При параллельном – получение прибыли возможно еще до полного завершения процесса инвестирования (после первого его этапа).

При интервальном – между периодом завершения инвестиций и получением прибыли проходит определенная время.

Инвестирование капитала может осуществляться в форме денежных средств, целевых банковских вкладов, ценных бумаг, движимого и недвижимого имущества, нематериальных активов (приобретение патентов, лицензий, «ноу-хау» и т.д.), паевых взносов, технологий, машин, оборудования, имущественных прав, интеллектуальных ценностей и других вложений.

По финансовому определению инвестиции – это все виды активов (средств), вкладываемых в хозяйственную деятельность в целях получения дохода.

По экономическому – расходы на создание, расширение или реконструкцию и техническое перевооружение основного и оборотного капитала.

Инвестиции играют большую роль в развитии и эффективном функционировании экономики. Для определения этой роли рассмотрим два понятия – валовые и чистые инвестиции.

Валовые инвестиции представляют собой общий объем инвестируемых средств в определенном периоде, направленных на новое строительство, приобретение средств производства и на прирост товарно-материальных запасов.

Чистые инвестиции – это сумма валовых инвестиций, уменьшенная на сумму амортизационных отчислений в определенном периоде.

Динамика показателя чистых инвестиций отражает характер экономического развития страны на конкретном этапе.

1) Если сумма чистых инвестиций составляет отрицательную величину ($ЧИ < 0$, т.е. $ВИ < АО$), это означает снижение производственного потенциала и уменьшение объема выпускаемой продукции («государство проедает свой капитал»).

2) Если сумма чистых инвестиций равна нулю, это означает отсутствие экономического роста, т.к. производственный потенциал остается при этом неизменным («государство топчется на месте»).

3) Если сумма чистых инвестиций больше нуля ($ЧИ > 0$, т.е. $ВИ > АО$), то экономика находится на стадии развития, т.к. обеспечивается расширенное воспроизводство («государство с развивающейся экономикой»).

Рост объема чистых инвестиций вызывает увеличение доходов. При этом темпы роста суммы доходов значительно превышают темпы роста объема чистых инвестиций. Этот процесс возрастания дохода в большем объеме, чем инвестиций в экономику, называется «эффектом мультипликатора». (Например, если при росте инвестиций на 100 млн. руб. сумма полученного дохода составит 250 млн. руб., то мультипликатор равен 2,5).

2. Классификация форм инвестиций по отдельным признакам

Инвестиции в объекты предпринимательской деятельности осуществляются в различных формах. В целях учета, анализа и планирования инвестиции классифицируются по отдельным признакам:

1) По объектам вложений средств выделяют реальные и финансовые инвестиции (основной признак классификации)

Под реальными инвестициями понимают вложения средств в реальные активы – как материальные, так и нематериальные. Вложения средств в нематериальные активы, связанные с НТП, характеризуются как инновационные инвестиции.

Под финансовыми инвестициями понимают вложения средств в различные финансовые инструменты (активы), среди которых наиболее значимую долю занимают вложения в ценные бумаги (портфельные инвестиции).

2) По характеру участия в инвестировании выделяют прямые и непрямые инвестиции.

Под прямыми инвестициями понимается непосредственное участие инвестора в выборе объектов инвестирования и вложения средств. Прямое инвестирование осуществляют, в основном, подготовленные инвесторы, имеющие достаточно точную информацию об объекте инвестирования.

Под непрямыми инвестициями понимается инвестирование, опосредуемое другими лицами (инвестиционными или иными финансовыми посредниками). Например, покупка инвестиционных сертификатов у инвестиционных фондов, компаний. Инвестиционные компании затем размещают инвестиции по своему усмотрению, участвуют в управлении объектами инвестирования, а полученные доходы распределяют затем среди своих клиентов.

3) По периоду инвестирования различают краткосрочные и долгосрочные инвестиции.

Под краткосрочными инвестициями понимаются обычно вложения капитала на период не более одного года (например, краткосрочные депозитные вклады).

Под долгосрочными инвестициями понимается вложение капитала на период свыше одного года. В практике крупных инвестиционных компаний долгосрочные инвестиции детализируются следующим образом: а) от 1 до 2 лет; б) от 2 до 3 лет; в) от 3 до 5 лет; г) свыше 5 лет.

4) По формам собственности инвесторов выделяют частные, государственные, иностранные и совместные инвестиции.

Под частными инвестициями понимаются вложения средств, осуществляемые гражданами, а также предприятиями негосударственных форм собственности.

Под государственными инвестициями понимают вложения, осуществляемые центральными и местными органами власти и управления за счет средств бюджетов, внебюджетных фондов, и заемных средств, а также государственными предприятиями и учреждениями за счет собственных и заемных средств.

Под иностранными инвестициями понимаются вложения, осуществляемые иностранными гражданами, юридическими лицами и государствами.

Под совместными инвестициями понимаются вложения, осуществляемые субъектами данной страны и иностранных государств.

5) По региональному признаку выделяют инвестиции внутри страны и за рубежом.

Под инвестициями внутри страны (внутренними инвестициями) понимают вложение средств в объекты инвестирования, размещенные в территориальных границах данной страны.

Под инвестициями за рубежом (зарубежными инвестициями) понимают вложения средств в объекты инвестирования, размещенные за пределами территориальных границ данной страны. К этим инвестициям относятся также акции зарубежных компаний, облигации других государств и т.п.

3. Понятие, формы, участники, схема инвестиционной деятельности

Под *инвестиционной деятельностью* понимаются действия инвестора по вложению инвестиций в производство продукции (работ, услуг) или их иному использованию для получения прибыли (дохода) и (или) достижения иного значимого результата.

Объектами инвестиционной деятельности являются:

- реальные (физические) активы (здания, сооружения, оборудование);
- недвижимое имущество, в том числе предприятие как имущественный комплекс;
- ценные бумаги;
- интеллектуальная собственность.

Источниками инвестиций, если иное не предусмотрено законодательными актами Республики Беларусь, могут являться:

- собственные средства инвесторов, включая прибыль, оставшуюся после уплаты налогов и других обязательных платежей, в том числе средства, полученные от продажи долей в уставном фонде юридического лица;
- заемные и привлеченные средства, включая кредиты банков и небанковских кредитно-финансовых организаций, займы учредителей

(участников) и других юридических и физических лиц, облигационные займы.

Субъектами инвестиционной деятельности выступают инвестор, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности и др.

Под *инвестором* понимается лицо (юридические и физические лица, иностранные организации, не являющиеся юридическими лицами, государство в лице уполномоченных органов и его административно-территориальные единицы в лице уполномоченных органов), осуществляющее инвестиционную деятельность.

Инвестор имеет права, несет обязанности и риски, связанные с вложением инвестиций.

Субъектами могут быть юридические и физические лица, иностранные и отечественные, индивидуальные, коллективные и институциональные инвесторы, инвестиционные институты, профессиональные участники рынка ценных бумаг, другие государства, а также международные организации. Инвесторы могут быть государственными и частными, индивидуальными и коллективными.

Инвесторы в целях определения особенностей регулирования их деятельности рассматриваются как национальные либо иностранные инвесторы.

Иностранными инвесторами в Республике Беларусь признаются:

- иностранные государства и их административно-территориальные единицы в лице уполномоченных органов;
- международные организации;
- иностранные юридические лица;
- иностранные организации, не являющиеся юридическими лицами, созданные в соответствии с законодательством иностранных государств;
- иностранные граждане;
- физические лица (граждане Республики Беларусь и лица без гражданства), постоянно проживающие за пределами Республики Беларусь.

Существуют также следующие типы инвесторов: консервативный, агрессивный и умеренный.

Инвестор-консерватор – лицо, которое ограничивает инвестиционные риски определенной величиной, осуществляет вложения обычно на длительный срок, ориентируется на стабильный, непрерывный

поток доходов от инвестиций. Для агрессивного типа характерно ограничение сроков инвестирования, максимизация доходности вложений, более высокие инвестиционные риски. Умеренный инвестор, как и агрессивный инвестор, также ориентируется на доход, но избегает высокорисковых, спекулятивных источников его получения и жестких временных рамок вложений.

Выделяют также институциональных инвесторов. Это финансовые посредники, основной функцией которых является инвестирование средств в финансовые активы и финансовые инструменты.

Тема 2

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ

1. Цель и задачи управления инвестициями

Важнейшей составной частью экономического управления деятельностью компании (фирмы) является управление инвестициями.

Управление инвестициями (инвестиционный менеджмент) представляет собой процесс управления всеми аспектами инвестиционной деятельности компании (фирмы).

Основной целью инвестиционного менеджмента является обеспечение наиболее эффективных путей реализации инвестиционной стратегии компании (фирмы) на отдельных этапах ее развития.

Управление инвестициями направлено на решение следующих задач:

1) Обеспечение высоких темпов экономического развития компании (фирмы) за счет эффективной инвестиционной деятельности.

Экономический рост обеспечивается в первую очередь за счет инвестиционной деятельности, в процессе которой реализуются долгосрочные стратегические цели фирмы (увеличение объемов деятельности).

2) Обеспечение максимизации доходов (прибыли) от инвестиционной деятельности.

При наличии альтернативных решений в направлениях инвестирования следует при прочих равных условиях выбирать те, которые обеспечивают наибольшую сумму чистой прибыли в расчете на вложенный капитал.

3) Обеспечение минимизации инвестиционных рисков.

При принятии управленческих решений, связанных с реализацией отдельных инвестиционных проектов, необходимо существенно ограничивать инвестиционные риски и связанные с ними финансовые потери.

4) Обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности компании (фирмы) в процессе осуществления инвестиционной деятельности.

Инвестиционная деятельность связана с отвлечением финансовых средств в больших размерах и, как правило, на длительный период. Это может привести к снижению платежеспособности компании (фирмы) по текущим хозяйственным операциям. Резкое повышение

доли заемных средств в активах компании может привести к снижению финансовой устойчивости в долгосрочном периоде. Поэтому, формируя источник инвестиционных ресурсов, следует заранее прогнозировать, какое влияние это окажет на финансовую устойчивость фирмы и ее текущую платежеспособность.

5) Изыскание путей ускорения реализации инвестиционных программ.

Намеченные к реализации инвестиционные программы должны быть выполнены как можно быстрее, т.к. высокие темпы реализации каждой инвестиционной программы способствуют: 1) ускорению экономического развития фирмы в целом; 2) формированию дополнительного денежного потока в виде прибыли от инвестиций и амортизационных отчислений; 3) сокращению сроков использования кредитных ресурсов в части тех инвестиционных проектов, которые финансируются с привлечением заемных средств; 4) снижению инвестиционных рисков, связанных с неблагоприятным изменением конъюнктуры инвестиционного рынка, ухудшением инвестиционного климата в стране.

Выделяют следующие функции управления инвестициями:

1. Исследование внешней инвестиционной среды и прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка.

В процессе реализации этой функции исследуются: 1) правовые условия инвестиционной деятельности в целом и в разрезе отдельных форм инвестиций; 2) анализируется текущая конъюнктура инвестиционного рынка и факторы, ее определяющие; 3) составляется прогноз конъюнктуры инвестиционного рынка в разрезе отдельных его сегментов, связанных с деятельностью компании (фирмы).

2. Разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности компании (фирмы)

В процессе реализации этой функции на основе прогноза конъюнктуры инвестиционного рынка формируются: 1) система целей инвестиционной деятельности; 2) ее основные направления на долгосрочный период; 3) приоритетные задачи, решаемые в ближайшей перспективе.

3. Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов компании.

В процессе реализации этой функции: 1) прогнозируется общая потребность в инвестиционных ресурсах, необходимых для реализации разработанной инвестиционной стратегии по отдельным этапам

ее осуществления; 2) определяется возможность формирования инвестиционных ресурсов за счет собственных источников (прибыли, амортизационных отчислений и т.п.); 3) исходя из нормы ссудного процента определяется целесообразность привлечения заемных средств; 4) изучается возможность использования привлеченных средств (путем акционирования отдельных инвестиционных программ); 5) обеспечение рационального соотношения собственных и заемных средств; 6) диверсификация заемных источников по отдельным кредиторам с целью платежеспособности в будущем периоде.

4. Поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных реальных проектов и отбор наиболее эффективных из них.

Для этого: 1) изучается текущее предложение на инвестиционном рынке; 2) отбираются для изучения инвестиционные проекты, наиболее соответствующие инвестиционной стратегии компании; 3) по каждому инвестиционному проекту рассчитывается уровень доходности и другие показатели экономической эффективности; 4) производится ранжирование рассматриваемых вариантов.

5. Оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов и отбор наиболее эффективных из них.

Основу таких финансовых инструментов составляют акции и другие ценные бумаги: 1) рассматриваются предложения этих инструментов на рынке; 2) оцениваются отдельные показатели их инвестиционных качеств; 3) проводятся расчеты их реальной рыночной стоимости; 4) отбираются наиболее эффективные из них.

6. Формирование инвестиционного портфеля и его оценка по критериям доходности, риска и ликвидности: 1) отбор для непосредственной реализации инвестиционных проектов и финансовых инструментов; 2) оптимизация пропорций между реальными и финансовыми инвестициями; 3) оценка ликвидности портфеля.

7. Текущее планирование и оперативное управление реализацией отдельных программ и проектов: 1) разработка календарных планов реализации отдельных инвестиционных проектов; 2) разработка бюджетов этих проектов.

8. Организация мониторинга реализации отдельных инвестиционных программ и проектов: 1) формируется система первичных наблюдаемых показателей; 2) определяется периодичность сбора и анализа информации; 3) выясняются причины отклонений реализуемых инвестиционных проектов от намеченных сроков, объемов, эффективности.

9. Подготовка решений о своевременном выходе из неэффективных инвестиционных проектов (продажа отдельных финансовых инструментов) и реинвестировании капитала: 1) определение форм выхода (реализация, акционирование и т.п.); 2) корректирование инвестиционного портфеля путем подбора других инвестиционных проектов или финансовых инструментов, куда реинвестируется высвобождаемый капитал.

2. Понятие инвестиционной политики и инвестиционной стратегии

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

Инвестиционная политика – составная часть общей экономической стратегии, которая определяет выбор и способы реализации наиболее рациональных путей обновления и расширения производственного и научно-технического потенциала. Данная политика направлена на достижение финансовой устойчивости и создание условий для будущего развития.

Инвестиционная политика государства имеет сложную многоплановую структуру, ее содержание принято подразделять по следующим основаниям:

1) по характеру проблем и основательности их решения (стратегия и тактика);

2) по направлениям деятельности государства (прогнозирование, программирование, нормотворческая деятельность, государственные заказы и закупки инвестиционных товаров, финансовое и кадровое обеспечение инвестиционного комплекса и т.д.);

3) по источнику и характеру властных полномочий;

4) по секторам, сферам и отраслям экономики (политика в государственном и частном секторах, в материальном производстве и непроизводственной сфере, в промышленности, в сельском хозяйстве и иных отраслях);

5) по методам регулирования (прямые и косвенные, административные и рыночные);

6) по инструментам воздействия (нормативные, бюджетные, внебюджетные).

Инвестиционная политика Беларуси направлена на создание условий для сохранения высоких темпов инвестиций на благо населения и производства конкурентоспособной продукции на внутреннем и внешнем рынках. К основным инвестиционным стимулам можно отнести: выгодное экономико-географическое и геополитическое положение между новыми границами экономически развитого Европейского Союза и Российской Федерацией, располагающей огромными сырьевыми и энергетическими запасами; социальная, политическая и экономическая стабильность; законодательная и организационная обеспеченность инвестиционного процесса; развитый научно-технический, промышленный и экспортный потенциал; высококвалифицированная и относительно недорогая рабочая сила; единое таможенное пространство с Россией; экономическое и историческое объединение Беларуси со странами СНГ, способное обеспечить выход на товарные рынки России и стран СНГ. Стабильная внутривнутриполитическая обстановка, отсутствие конфликтов межнационального или религиозного характера делают Беларусь все более привлекательной для инвесторов.

Для активизации инвестиционной деятельности и улучшения инвестиционного климата в республике будут реализовываться меры по: подписанию международных соглашений и договоров о предотвращении двойного налогообложения и сохранности инвестиций; созданию гарантийного кредитного фонда для субъектов малого бизнеса, предоставляющего гарантии и поручительства за них по выдаваемым банками кредитам; расширению инвестиционного потенциала банковского сектора за счет вовлечения внешнего капитала и средств домашних хозяйств; более полному использованию возможностей свободных экономических зон, которые открывают внутренние территории для иностранных инвесторов и предпринимателей. С целью реализации дорогостоящих инвестиционных проектов внедряются новые формы инвестирования: концессии, проектное и венчурное финансирование, лизинг. С инвестором может быть заключен инвестиционный договор, который предоставит дополнительные гарантии инвестору по экономическим и иным условиям реализации проекта на белорусском рынке. Важная роль в создании благоприятного инвестиционного климата в республике принадлежит Консультативному совету по иностранным инвестициям, возглавляемому Премьер-министром Республики Беларусь. В его состав входят представители государственных структур, международных организаций, а также

иностранных инвесторов, работающих на белорусском рынке. Большое внимание в республике уделяется информационному обеспечению международной деловой общественности и зарубежных инвесторов: проводятся семинары, международные конференции по инвестиционной деятельности и иностранным инвестициям. Созданы Национальное инвестиционное агентство и Национальный инвестиционный сайт.

Инвестиционная деятельность предприятия подчинена целям его долгосрочного развития, которые определяются в инвестиционной стратегии. Под *инвестиционной стратегией* понимается комплекс взаимоувязанных решений и намеченных перспективных направлений инвестирования, обеспечивающих качественно новый уровень развития экономики предприятия. Инвестиционная стратегия определяет ориентиры для разработки инвестиционной политики, критерии для выбора объектов инвестирования и лежит в основе инвестиционных решений, инициирующих разработку соответствующих проектов. Обеспечиваемые инвестиционной стратегией представления о будущих статусных характеристиках предприятия как бизнес-системы, способной устойчиво генерировать положительные денежные потоки, называются *инвестиционными ожиданиями*. Как показывает практика, инвестиционные ожидания предприятия, как правило, распределяются по двум направлениям:

1) количественных улучшений производственной и коммерческой деятельности (например, показателей увеличения производственной мощности и роста объема продаж и др.);

2) роста рыночной стоимости предприятия за счет эффекта диверсификации источников получения прибыли (например, создание «точек развития» предприятия в смежных или принципиально новых для предприятия областях деятельности).

Соотношение инвестиционных ожиданий по представленным направлениям предопределяет выбор подходов к их реализации во взаимоувязанном комплексе с задачами текущей хозяйственной деятельности предприятия. Обобщенно выработанные подходы к инвестированию в краткосрочном периоде, интегрированные в экономику предприятия, отражаются в его *инвестиционной политике*. Инвестиционная политика предприятия предоставляет основания для отбора инвестиционных идей, приоритетных для финансирования инвестиций и задает исходные параметры для инвестиционного проектирования. Например, если инвестиционная политика ориентирована на на-

ращивание производственной мощности предприятия и расширение производства продукции традиционной для предприятия номенклатуры, то, как правило, предприятия отдают предпочтение фактору финансовой независимости и стремятся минимизировать риски по утрате контроля над действующим производством. В этом случае исходным параметром разработки соответствующего инвестиционного проекта может стать приоритет собственных источников в структуре его финансирования. Иначе строится подход к проектированию, если стоит задача диверсифицировать источники получения прибыли. При этом предполагается, что к существующему производству будут присоединены новые бизнес-линии и консолидированы активы и инвестиции, что сформирует новую хозяйственную структуру. В этой ситуации степень неопределенности будущего состояния экономики предприятия возрастает, что ведет к повышению производственных, коммерческих и финансовых рисков. Практика показывает, что ситуационный риск используется предприятиями как уникальная возможность ускорить переход экономической системы в новое качественное состояние. Поэтому, следуя особенностям ситуации, в финансовом управлении предприятиями приоритет отдается не фактору финансовой устойчивости и внутренним источникам финансирования, а фактору достаточности для выполнения поставленной задачи одновременного финансирования затрат и сокращения времени получения отдачи от инвестиций. Соответственно, исходными пунктами инвестиционного проектирования станут: доступность внешних источников финансирования и заранее определяемая менеджментом предприятия величина соотношения риска и доходности вложений в новые виды деятельности.

3. Правовая база инвестирования в Республике Беларусь

В финансовой системе с помощью права регулируются общественные отношения по поводу вложения денежного и товарного капитала юридическими и физическими лицами. С правовой точки зрения любая инвестиция представляет собой объект права собственности. Это объясняется следующим. Инвестиционная деятельность инициирует процесс движения капитала, который может принимать множество форм: возмездного отчуждения активов; передачи прав на полное или частичное потребление существующего актива, если требуется создать новый актив, и т. д. Соответственно при инвестировании

затрагивается множество гражданско-правовых аспектов, которые регулируются различными правовыми нормами.

Поэтому, определяя правовую базу для осуществления инвестиционной деятельности в Республике Беларусь, следует принимать во внимание комплекс законодательных и нормативно-правовых актов (инвестиционное законодательство). В настоящее время в инвестиционное законодательство включены нормативно-правовые документы, которые позволяют эффективно регулировать все стороны и уровни инвестиционной деятельности. Их целесообразно разделить на три группы:

- Законодательные акты по созданию общей правовой основы для обеспечения инвестиционных процессов по иерархическим уровням экономики определяют правоотношения экономических субъектов при создании благ, обладающих стоимостью. К ним, например, относятся Конституция Республики Беларусь, Гражданский кодекс.

- Законодательные акты, которые регламентируют формы и условия осуществления инвестиционных процессов в контексте национальных интересов. К ним относятся Инвестиционный кодекс, Таможенный кодекс, Банковский кодекс, Трудовой кодекс. Совокупность законодательных актов, составляющих экологическое законодательство. Например, Кодекс о недрах, Лесной кодекс, Закон о радиационной безопасности населения, Закон об охране атмосферного воздуха, Закон об отходах, Закон о промышленной безопасности опасных производственных объектов и др.

В Республике Беларусь в 2001 году принят Инвестиционный кодекс – основополагающий документ, регулирующий национальные и иностранные инвестиции. Инвестиционный кодекс Республики Беларусь защищает права собственности отечественных и иностранных инвесторов, обеспечивает благоприятные условия их деятельности. Кодексом установлены права инвесторов на получение государственной поддержки при реализации проектов, имеющих значение для государства, предусмотрены льготы при выделении кредитных ресурсов под гарантии правительства.

- Законодательные акты, определяющие организационный режим протекания экономических процессов. Например, это Закон о фондовых биржах, Закон о создании хозяйственных групп, законодательные акты, составляющие налоговое законодательство, антимонопольное законодательство, Закон о лизинге и др. Кроме того, в Республике Беларусь создана правовая база для регулирования ино-

странных и зарубежных инвестиций. В частности, Республика Беларусь присоединилась к ряду международных конвенций в области инвестиций. К числу наиболее важных из них относятся, например, Конвенция о порядке разрешения инвестиционных споров между государствами и иностранными лицами, которая была разработана в 1965 г. Также Беларусь является участницей Сеульской конвенции «Об учреждении многостороннего агентства по гарантиям инвестиций», принятой в 1985 г. С 1999 г. Беларусь ратифицировала конвенцию «О создании организации защиты растительного мира Европы и Средиземноморья». Республикой Беларусь подписано около 50 двухсторонних соглашений о содействии и взаимной защите инвестиций с такими странами, как Германия, Швейцария, Нидерланды, Великобритания, Финляндия, Италия, Китай и др. Республика Беларусь заключила более 40 договоров об избегании двойного налогообложения с рядом стран.

По мнению Международной финансовой корпорации, занимающейся анализом инвестиционного климата в разных странах, белорусское инвестиционное законодательство заслуживает высокой оценки и является одним из лучших среди стран СНГ.

4. Направления государственного регулирования инвестиционной деятельности

Государственное регулирование инвестиционной деятельности представляет собой целенаправленную деятельность государства по обеспечению целей социально-экономического развития страны и решения задач соответствующего этапа развития экономики.

Основной целью государственного регулирования инвестиционных процессов является создание и удержание конкурентных преимуществ национальной экономики. В соответствии с инвестиционным законодательством государственное регулирование инвестиционных процессов осуществляется на основе:

- системы гарантий инвестиций;
- положений государственной разрешительной политики;
- системы страхования рисков инвесторов;
- положений антимонопольного законодательства;
- положений экологического законодательства.

Система гарантий инвестиций определена тем, что государство принимает на себя обязательства, связанные с обеспечением условий для осуществления правовой деятельности.

Суть *государственной разрешительной политики* состоит в том, что на правовом уровне регламентированы мероприятия, связанные с регистрацией коммерческих организаций, лицензированием их деятельности, аккредитации и лицензированием деятельности филиалов и представительств иностранных юридических лиц на территории страны.

Система страхования рисков инвесторов обусловлена деятельностью иностранных инвесторов в стране и включает механизм по реализации положений международных норм регулирования и страхования инвестиционных рисков.

Положения антимонопольного законодательства предусматривают обязательность аудита инвестиционной деятельности в организациях, занимающих монопольное положение (например, организаций нефтеперерабатывающей отрасли). В рамках антимонопольного законодательства также предусматривается контроль за привлечением частных и особенно иностранных инвестиций для обновления производства в естественных монополиях.

Экологическое законодательство регулирует инвестиционные процессы в части обеспечения защиты окружающей среды и здоровья нации. Например, предусматриваются квоты по вредным выбросам в окружающую среду, обязательное сооружение экологозащитных объектов при реализации инвестиционных проектов, которые могут быть потенциально опасны для природной среды.

Инвестиционная деятельность в Республике Беларусь может осуществляться в следующих *формах*:

- создания нового юридического лица;
- приобретения доли в уставном фонде, в том числе акций, действующего юридического лица;
- приобретения прав на объекты интеллектуальной собственности;
- концессий. Концессия – это инвестиционная деятельность в отношении определенных объектов, которые находятся в исключительной собственности государства. К таким объектам относятся: недра земли, водные ресурсы, леса и т. п. Реализация права концессии осуществляется посредством заключения специального концессионного договора. Особенностью этого договора является то, что в нем, с

одной стороны, всегда выступает Республика Беларусь в лице Правительства или уполномоченного им республиканского органа государственного управления, а с другой стороны - инвесторы;

- приобретения прав собственности и других вещных прав на недвижимое имущество, включая основные фонды.

Государство как гарант защиты национальных интересов также может принимать участие в инвестиционной деятельности. Государственное участие в инвестиционном процессе обеспечивается через механизмы:

- принятия государственных инвестиционных программ и финансирования их за счет государственного бюджета;
- предоставления централизованных инвестиционных ресурсов из средств республиканского бюджета для целей инвестирования на основе платности, срочности и возвратности;
- предоставления гарантий Правительства Республики Беларусь по кредитам, привлекаемым для реализации инвестиционных проектов;
- проведения государственной комплексной экспертизы крупных (национально значимых) инвестиционных проектов;
- посредством выпуска государственных ценных бумаг;
- предоставления концессий национальным и иностранным инвесторам.

Конкретные формы и способы государственного регулирования инвестиционных процессов в Республике Беларусь закреплены в соответствующих положениях Инвестиционного кодекса.

Государственное регулирование инвестиционных процессов осуществляется с помощью **прямых и косвенных методов**, которые реализуются в виде положений специального раздела экономической политики – инвестиционной политики.

Прямые методы основаны в основном на силе власти – запрещение, предупреждение, разрешение. Результат их применения представлен в законодательных и нормативно-правовых актах, лицензиях, стандартах и т. п.

Косвенные методы основаны на экономических интересах. Поэтому эти методы еще называются экономическими. Они представлены как механизм экономического стимулирования и экономической ответственности и отражены в виде экономических индикаторов, норм, квот, налоговых ставок, преференций, льгот и т. д. Результат их применения проявляется через финансовую систему.

Сочетание прямых и косвенных методов государственного регулирования определяется существующей в стране нормативно-правовой базой.

Методы прямого воздействия реализуются с помощью инструментов административного характера, включая прямое законодательное регулирование.

Административные инструменты представлены комплексом имплементарных и институциональных мероприятий.

Имплементарные мероприятия носят ограничительный характер и включают следующее:

- организацию государственной регистрации,
- лицензирование,
- квотирование,
- применение санкций и ограничений.

Имплементарные мероприятия проводятся через согласительноразрешительные процедуры и механизм управления государственной собственностью.

Институциональные мероприятия – это мероприятия, которые направлены на формирование инфраструктуры для осуществления инвестиционной деятельности.

Воздействие государства на национальную экономику при помощи экономических рычагов определяется как *индикативное регулирование*. В качестве основных рычагов воздействия используются:

- государственные инвестиции;
- государственное потребление продукции, созданной в различных секторах национальной экономики;
- налоги и платежи налогового характера;
- государственное программирование (разработка и реализация национальных и региональных целевых комплексных программ).

Экономические инструменты, с помощью которых государство воздействует на инвестиционные процессы, условно делятся на 3 группы:

- активно-структурные инструменты;
- фискально-структурные (или инструменты бюджетно-налоговой политики);
- монетарные инструменты или инструменты денежно-кредитной политики.

В состав активно-структурных инструментов включаются:

- прямая государственная поддержка инвестиционных проектов;

- государственное финансирование инвестиций (государственные инвестиции);
- связанное кредитование (косвенная государственная поддержка);
- управление внешним долгом.

Прямая государственная поддержка осуществляется путем предоставления средств на цели инвестирования из государственного бюджета. Эта поддержка еще называется преференциями.

Государственное финансирование инвестиций – это инвестиционная деятельность государства, направленная на создание и модернизацию объектов, относимых к государственному имуществу. Оно обеспечивает выполнение государством своих функций.

Связанное кредитование означает, что на реализацию инвестиций может быть выделен кредит или ссуда из государственных источников, но получение такой ссуды связано с выполнением определенных условий. Например, при условии создания экологозащитных объектов, или при условии сохранения числа рабочих мест, или сохранения профиля деятельности и т. д.

Управление внешним долгом включает инструменты, которые позволяют привлекать требуемый объем финансирования из внешних источников. Управление внешним долгом затрагивает инвестиционный процесс в той части, что кроме политики привлечения внешнего финансирования могут применяться различные схемы погашения внешнего долга с участием инвестиций. Например, погашение долга в обмен на собственность или имущество.

Система приоритетов, с помощью которых формируются и используются инвестиционные ресурсы по уровням национальной экономики и способы регулирования инвестиционных потоков внутри страны и за рубежом, определяется как *инвестиционная политика государства*.

Инвестиционная политика реализуется преимущественно через механизмы бюджетно-налогового и денежно-кредитного регулирования.

Бюджетно-налоговое регулирование – это совокупность средств, направлений и мероприятий, позволяющих аккумулировать и рационально распределять по приоритетам экономического развития между секторами и отраслями национальной экономики и регионами финансовые ресурсы государства. Фискально-структурные (или инструменты бюджетно-налоговой политики) используются для стимули-

рования или сдерживания инвестиционного спроса. Кроме того, бюджетно-налоговое регулирование позволяет увязать решение социальных задач государства с результатами инвестиционных процессов.

Денежно-кредитное регулирование, опираясь на монетарные инструменты, позволяет управлять направленностью и интенсивностью денежных потоков и накоплений в национальной экономике. С помощью этих инструментов обеспечивается формирование совокупного капитала, который может быть использован на инвестиционные цели. Например, денежно-кредитные регуляторы включают такие инструменты, как кредитная или депозитная процентная ставка, курсообразование и др. Субъектом, осуществляющим денежно-кредитное регулирование в Республике Беларусь, выступает Национальный банк. Он определяет нормы обязательных резервов, учетных ставок по кредитам, устанавливает экономические нормативы для коммерческих банков, проводит операции с ценными бумагами. Национальный банк Республики Беларусь взаимодействует с Правительством Республики Беларусь и проводит единую государственную кредитно-денежную политику.

Таким образом, методы государственного регулирования инвестиционных процессов в целом позволяют использовать инвестиционную активность субъектов хозяйствования в целях реализации национальных экономических интересов.

Тема 3 ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЫНКИ И СДЕЛКИ

1. Инвестиционный рынок в системе инвестиционного менеджмента

Инвестиционный рынок представляет собой рынок объектов инвестирования во всех его формах. Это совокупность отдельных рынков объектов реального и финансового инвестирования.

Рынок объектов реального инвестирования включает:

- рынок прямых капитальных вложений;
- рынок приватизируемых объектов;
- рынок недвижимости;
- рынок прочих объектов реального инвестирования.

Рынок прямых капитальных вложений является одним из наиболее значимых сегментов инвестиционного рынка. Формой инвестирования здесь выступают капитальные вложения во всех видах – новое строительство, расширение, реконструкция, техническое перевооружение.

Рынок приватизируемых объектов получает развитие в связи с процессами приватизации государственных предприятий. Предметом реального инвестирования на этом рынке выступают те объекты приватизации, которые продаются на аукционах, по конкурсу, выкупаются трудовыми коллективами.

Рынок недвижимости (продажа квартир, офисов, дач) связан с приватизацией жилого фонда.

Рынок прочих объектов реального инвестирования рассматривается как совокупный для таких операций, как инвестиции в предметы коллекционирования (художественные произведения, антиквариат), в драгоценные металлы и камни и другие материальные ценности, интеллектуальные ценности, научно-техническую продукцию.

Рынок инструментов финансового инвестирования включает:

- фондовый рынок (или рынок ценных бумаг);
- денежный рынок.

Фондовый рынок (или рынок ценных бумаг) связан с приватизацией крупных государственных предприятий путём их акционирования.

Денежный рынок связан с такими объектами финансового инвестирования, как депозитные вклады – срочные и до востребования, а также с куплей-продажей валюты.

Состояние инвестиционного рынка в целом и отдельных составляющих его сегментов характеризуют такие его сегменты, как спрос, предложение, цена и конкуренция.

Степень активности инвестиционного рынка, соотношение отдельных его элементов – спроса, предложения, цен и уровня конкуренции – определяются путём изучения рыночной конъюнктуры. Рыночная конъюнктура представляет собой форму проявления на инвестиционном рынке в целом или отдельных его сегментов системы факторов (условий), определяющих соотношение спроса, предложения, цен и уровня конкуренции.

Для конъюнктуры инвестиционного рынка в целом и отдельных его сегментов характерны следующие четыре стадии:

- 1) подъём конъюнктуры;
- 2) конъюнктурный бум;
- 3) ослабление конъюнктуры;
- 4) конъюнктурный спад.

Подъём конъюнктуры связан с повышением активности рыночных процессов в связи с оживлением экономики в целом. Проявление подъёма конъюнктуры характеризуется ростом объёма спроса на объекты инвестирования, повышением уровня цен на них, развитием конкуренции среди инвестиционных посредников.

Конъюнктурный бум характеризует резкое возрастание спроса на все инвестиционные товары и другие объекты инвестирования, которое предложение (несмотря на его рост) полностью удовлетворить не может. Одновременно растут цены на все объекты инвестирования, повышаются доходы инвесторов и инвестиционных посредников.

Ослабление конъюнктуры связано со снижением инвестиционной активности в связи со спадом в экономике в целом, относительно полным насыщением спроса на объекты инвестирования и некоторым избытком их предложения. Для этой стадии характерно сначала стабилизация, а затем и начало снижения уровня цен на большинство объектов инвестирования. Соответственно снижаются доходы инвесторов и инвестиционных посредников.

Конъюнктурный спад на инвестиционном рынке является наиболее неблагоприятным его периодом с позиций инвестиционной активности. Он характеризуется самым низким уровнем спроса и со-

кращением объёма предложения объектов инвестирования (хотя объём их предложения продолжает превышать объём спроса). На этой стадии конъюнктуры инвестиционного рынка существенно снижаются цены на объекты инвестирования, инвестиционные товары и услуги. Доходы инвесторов и инвестиционных посредников падают до самой низкой отметки, в ряде направлений инвестиционная деятельность становится убыточной.

В связи с циклическим развитием и постоянной изменчивостью инвестиционного рынка необходимо систематически изучать состояние его конъюнктуры для формирования эффективной инвестиционной стратегии и принятия экономически обоснованных инвестиционных решений.

Изучение конъюнктуры инвестиционного рынка охватывает следующие три этапа:

1. Текущие наблюдения за инвестиционной активностью, в первую очередь, в тех сегментах рынка, в которых намечается осуществляться или уже осуществляется инвестиционная деятельность. Текущие наблюдения за состоянием инвестиционного рынка требуют формирования целенаправленной системы показателей, характеризующих отдельные его элементы (спрос, предложение, цены, конкуренцию). Результаты текущего наблюдения за конъюнктурой инвестиционного рынка фиксируются в табличной или графической форме.

2. Анализ текущей конъюнктуры инвестиционного рынка и выявление современных тенденций её развития. Этот анализ состоит в выявлении особенностей конкретных сегментов инвестиционного рынка и тех изменений, которые происходят на рынке в момент наблюдения по сравнению с предшествующим периодом. Анализ конъюнктуры рынка проводится в два этапа. На 1-м этапе анализа производится расчёт системы аналитических показателей, характеризующих текущую конъюнктуру инвестиционного рынка (на основе информативных показателей текущего наблюдения). На 2-м этапе выявляются предпосылки к изменению текущей конъюнктурной стадии инвестиционного рынка.

3. Прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка для выбора основных направлений стратегии инвестиционной деятельности и формирования инвестиционного портфеля. Основная задача разработки прогноза – определить тенденции факторов, формирующих инвестиционный климат и воздействующих на состояние инвестиционного рынка в перспективе.

Прогноз конъюнктуры инвестиционного рынка является вероятным процессом и осуществляется по следующим трём этапам:

а) выбор периода прогнозирования.

Различают краткосрочный (до 1 года), среднесрочный (от 1 года до 3 лет) и долгосрочный (свыше 3 лет) прогноз. *Краткосрочный прогноз* служит для выработки тактики инвестирования и формирования инвестиционного портфеля за счёт различных краткосрочных финансовых инструментов. *Среднесрочный прогноз* служит для корректировки стратегии инвестиционной деятельности; формирования инвестиционного портфеля за счёт небольших по капиталоемкости объектов реального инвестирования и различных долгосрочных финансовых инструментов; реинвестирования средств, вложенных в неэффективные инвестиционные проекты. *Долгосрочный прогноз* связан, прежде всего, с выработкой стратегии инвестиционной деятельности и формированием инвестиционного портфеля за счёт крупных капиталоемких объектов реального инвестирования.

б) определение глубины прогнозных расчётов.

Эта глубина определяется целями инвестиционной деятельности и связана с соответствующей углублённой сегментацией инвестиционного рынка. В процессе его углублённой сегментации могут быть выделены отдельные отрасли, подотрасли, регионы и т.п.

в) выбор методов прогнозирования и осуществления прогнозных расчётов.

Прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка осуществляется двумя основными методами: *факторным* (фундаментальным) и *трендовым* («прикладным» или «техническим»). *Факторный метод* основан на изучении отдельных факторов, влияющих на спрос, предложение, цены и уровень конкуренции, а также на определении возможного изменения этих факторов в предстоящем периоде (эти факторы подразделяются на общеэкономические и внутрирыночные).

Трендовый метод основан на распространении выявленной в процессе анализа конъюнктурной тенденции на предстоящий период (с учётом изменения стадий конъюнктуры). Этот метод является недостаточно точным и может быть использован лишь для краткосрочного прогнозирования.

Оба эти метода могут быть дополнены при прогнозировании конъюнктуры инвестиционного рынка *методом экспертных оценок*.

Процесс изучения инвестиционного рынка состоит из ряда последовательных этапов.

На 1-м этапе осуществляется оценка и прогнозирование макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка. Результат этой оценки позволяет определить инвестиционный климат в стране и эффективность условий инвестиционной деятельности на отдельных этапах её экономического развития.

На 2-м этапе осуществляется оценка и прогнозирование инвестиционной привлекательности отраслей (подотраслей) экономики. Результаты этой оценки используются для отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности.

На 3-м этапе осуществляется оценка и прогнозирование инвестиционной привлекательности регионов. Результаты этой оценки используются для региональной диверсификации инвестиционной деятельности, особенно в сфере реального инвестирования.

На 4-м этапе осуществляется оценка инвестиционной привлекательности отдельных компаний и фирм. Результаты этой оценки используются для принятия тактических инвестиционных решений.

Такая последовательность изучения инвестиционного рынка и отдельных его сегментов позволяет получить надёжную информацию для разработки стратегии инвестиционной деятельности и формирования эффективного инвестиционного портфеля.

2. Оценка и прогнозирование развития рынка инвестиций

Формирование перечня первичных наблюдаемых показателей осуществляется в процессе построения системы мониторинга инвестиционного рынка по следующим разделам:

1. Основные показатели, определяющие макроэкономическое развитие инвестиционного рынка в целом:

- 1) валовой внутренний продукт;
- 2) общий объём производства промышленной продукции;
- 3) объём доходов госбюджета;
- 4) объём расходов госбюджета;
- 5) размер бюджетного дефицита;
- 6) объём эмиссии денег;
- 7) денежные доходы населения;
- 8) вклады населения в банках;
- 9) сальдо по платёжному внешнеторговому обороту;
- 10) индекс розничных цен;
- 11) индекс оптовых цен;

- 12) сводный индекс инфляции;
- 13) учётная процентная ставка НБ;
- 14) уровень (ставка) налогообложения доходов (прибыли) по основным видам деятельности.

II. Основные показатели развития рынка капитальных вложений:

- 1) объём капитальных вложений – всего; в т.ч. строительно-монтажные работы;
- 2) из общего объёма – капитальные вложения государственных предприятий;
- 3) объём капитальных вложений в объекты производственного назначения;
- 4) ввод в действие основных фондов – всего; в т.ч. по объектам производственного назначения;
- 5) сумма амортизационных отчислений в целом по всем отраслям.

III. Основные показатели развития рынка приватизируемых объектов:

- 1) количество приватизированных объектов;
- 2) стоимость имущества приватизированных объектов;
- 3) фактическая цена продажи приватизированных объектов;
- 4) первоначальная стоимость основных фондов приватизированных объектов.

IV. Основные показатели развития рынка недвижимости:

- 1) суммарный объём предложения;
- 2) суммарный объём зарегистрированных сделок, в т.ч. по продаже квартир;
- 3) стоимость 1 кв. м. общей площади квартир.

V. Основные показатели развития фондового рынка:

- 1) число эмитентов ценных бумаг – всего, в т.ч. акций;
- 2) выпущено ценных бумаг в отчётном периоде – всего, в т.ч. акций;
- 3) общий объём продажи всех ценных бумаг в отчётном периоде, в т.ч. акций;
- 4) остаток ценных бумаг, находящихся в обороте, на конец периода – всего.

VI. Основные показатели развития денежного рынка:

- 1) средняя депозитная ставка коммерческих банков на конец периода;

- 2) максимальная депозитная ставка коммерческих банков на конец периода;
- 3) минимальная депозитная ставка коммерческих банков на конец периода;
- 4) средняя кредитная ставка коммерческих банков на конец периода;
- 5) официальный курс НБ на конец периода основных валют;
- 6) курсы покупки-продажи валюты на валютных торгах;
- 7) средний курс продажи валюты в коммерческих банках, обменных пунктах на конец периода.

Каждый из перечисленных разделов мониторинга включает ряд первичных информативных показателей, которые позволяют в зависимости от целей анализа и планирования инвестиционной деятельности разрабатывать любую систему последующих (вторичных) аналитических показателей.

Информационной базой для осуществления мониторинга сформированных первичных показателей изучения инвестиционного рынка являются публикуемые статистические данные и материалы текущего наблюдения отдельных его сегментов.

Анализ текущей конъюнктуры инвестиционного рынка базируется на системе аналитических показателей, характеризующих этот рынок в целом и отдельные рынки, входящие в его состав. Перечень таких аналитических показателей инвестор определяет с учётом целей и направлений своей инвестиционной деятельности. На основе первичных показателей, включенных в мониторинг инвестиционного рынка, строятся показатели динамики: индексы, коэффициенты соотношения.

При анализе конъюнктуры инвестиционного рынка и отдельных его сегментов важно выявить общую её динамику и связь с фазами экономического развития страны в целом, т.к. наиболее существенные изменения конъюнктуры происходят при смене отдельных фаз циклического развития экономики. Экономика с той или иной периодичностью проходит следующие четыре фазы, в совокупности составляющие экономический цикл: 1) кризис, 2) депрессия, 3) оживление, 4) подъём.

Кризис является наиболее яркой фазой изменения циклического развития экономики, оказывающей влияние на длительные колебания конъюнктуры инвестиционного рынка. Это связано с тем, что первые признаки наступающего кризиса проявляются в инвестиционной сфе-

ре. Сужение объёмов производства вынуждает производителей сокращать объёмы инвестиций. Эта фаза вызывает ослабление конъюнктуры инвестиционного рынка.

Депрессия характеризует застой в экономике, частичное снижение или полную остановку производства многих видов продукции. Фаза депрессии приводит к банкротству многих предприятий в сфере производства и торговли. Эта фаза вызывает резкий конъюнктурный спад на инвестиционном рынке.

Оживление начинается, как правило, с некоторого увеличения объёма спроса, прежде всего на инвестиционные товары, способствующие обновлению основного капитала, а следовательно росту реальных инвестиций. Постепенно восстанавливается предкризисный объём инвестиционной деятельности и начинается подъём конъюнктуры инвестиционного рынка.

Подъём представляет собой наиболее благоприятную фазу каждого цикла экономического развития. Для этой фазы характерно всеобщее обновление основного капитала, в первую очередь, оборудования, вызывающее соответствующий рост объёма инвестиционной деятельности. Подъём в экономике предопределяет конъюнктурный бум на инвестиционном рынке.

Исследование предстоящих изменений факторов и условий, влияющих на развитие инвестиционного рынка, и разработка прогноза этого развития завершают процесс макроэкономического изучения рынка. Информационной базой для такого изучения являются различные государственные программы развития отдельных сфер экономики и страны в целом.

Для прогнозных исследований следует рассматривать следующие условия и факторы в предстоящем периоде:

- 1) намечаемая динамика валового внутреннего продукта, национального дохода и объёма производства промышленной продукции;
- 2) изменение доли национального дохода, расходуемого на накопление;
- 3) развитие приватизационных процессов;
- 4) изменение налогового регулирования инвестиционной и других видов предпринимательской деятельности;
- 5) изменение учётной ставки национального банка и условий получения краткосрочных и долгосрочных кредитов;
- 6) развитие фондового рынка.

Методические принципы изучения инвестиционного рынка в отраслевом разрезе аналогичны изучению рынка в целом. Процесс изучения инвестиционной привлекательности отраслей экономики состоит из трёх этапов: 1) выбора информативных показателей для наблюдения; 2) построения системы аналитических показателей и проведения анализа (оценки) инвестиционной привлекательности; 3) прогнозирования инвестиционной привлекательности отдельных отраслей (подотраслей) экономики.

В процессе оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности отраслей необходимо учитывать их жизненный цикл. В соответствии с теорией рынка жизненный цикл отрасли состоит из ряда стадий.

1) «*Рождение*» характеризует разработку и внедрение на рынок принципиально новых видов товаров, объём потребностей в которых вызывает строительство новых предприятий, выделяющихся в подотрасль, а затем в самостоятельную отрасль. Этот период характеризуется значительными объёмами инвестирования без какой-либо прибыли и выплаты дивидендов по акциям.

2) «*Рост*» характеризует признание потребителями новых видов товаров, быстрый рост объёма спроса на них и соответствующий рост числа компаний и фирм. Инвестирование осуществляется высокими темпами («инвестиционный бум»), а дивидендная политика предполагает выплату дивидендов в виде дополнительных акций и в минимальной степени – наличными деньгами.

3) «*Расширение*» характеризует период между высокими темпами роста числа новых компаний (фирм) и стабилизацией этого роста. На этой стадии ещё продолжается инвестирование в новое строительство, но основной объём инвестиций направляется на расширение уже имеющихся производственных объектов. Дивиденды выплачиваются в виде дополнительных акций, дробления имеющихся акций, а также умеренных выплат наличными деньгами.

Дробление акций [stock split] – приём, используемый акционерными компаниями, заключающийся в эмиссии дополнительного количества обычных акций без увеличения суммы оплаченного акционерного капитала, в результате которого происходит увеличение числа акций у держателей при пропорциональном уменьшении их номинальной и рыночной стоимости.

Этот приём эффективен по акциям с высокой рыночной стоимостью. Его применение позволяет активизировать оборот и повысить

ликвидность акций за счёт привлечения к покупке акций мелких инвесторов.

4) «Зрелость» характеризует период наибольшего объёма спроса на товары данной отрасли, совершенствования качества выпускаемой продукции. Основной объём инвестиций направляется на модернизацию оборудования или на техническое перевооружение компаний и фирм. Стадия характеризуется наиболее продолжительным периодом, а для товаров с неизменной потребностью, эта стадия является последней (это относится к отраслям сельскохозяйственного производства, сырьевой промышленности и т.п.). Для этой стадии характерны высокие выплаты дивидендов наличными деньгами.

5) «Спад» характеризует период резкого уменьшения объёма спроса на товары данной отрасли в связи с развитием новых отраслей, товары которых заменяют традиционную потребность. Эта стадия характерна не для всех отраслей, а только тех, которые выпускают продукцию, подверженную значительному влиянию НТП. Дивидендные выплаты существенно сокращаются.

Основным показателем макроэкономической оценки эффективности деятельности отраслей принят уровень прибыльности используемых активов.

Он рассчитывается в двух вариантах:

а) прибыль от реализации продукции (товаров, услуг), отнесенная к общей сумме используемых активов;

б) балансовая прибыль, отнесенная к общей сумме используемых активов.

Инвестиционная привлекательность регионов оценивается на основе их ранжирования по следующим пяти синтетическим (обобщённым) показателям:

1) уровень общеэкономического развития региона;

2) уровень развития инвестиционной инфраструктуры региона;

3) демографическая характеристика региона;

4) уровень развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры региона;

5) уровень криминогенных, экологических и других рисков.

Каждый синтетический показатель оценивается по совокупности входящих в него аналитических показателей. Количественная оценка каждого синтетического показателя находится путём суммирования ранговых значений входящих с его состав аналитических показателей.

I. При оценке уровня общеэкономического развития региона используются следующие аналитические показатели:

- 1) удельный вес региона в валовом внутреннем продукте страны;
- 2) объём произведенной промышленной продукции на душу населения;
- 3) уровень самообеспеченности региона основными продуктами питания (объём производства соответствующих видов сельскохозяйственной продукции на душу населения);
- 4) средний уровень заработной платы работников в регионе;
- 5) объём и динамика капитальных вложений в регионе в расчёте на одного жителя;
- 6) число предприятий всех форм собственности в регионе;
- 7) удельный вес убыточных предприятий в общем количестве функционирующих предприятий.

II. При оценке уровня развития инвестиционной инфраструктуры региона рассматриваются следующие показатели:

- 1) число подрядных строительных компаний и фирм всех форм собственности;
- 2) объёмы местного производства основных видов строительных материалов;
- 3) производство энергетических ресурсов (в перерасчёте на электроэнергию) на душу населения;
- 4) плотность железнодорожных путей сообщения в расчёте на 100 кв. км. территории;
- 5) плотность автомобильных дорог с твёрдым покрытием на 100 кв. км. территории.

III. При оценке демографической характеристики региона анализируются следующие показатели:

- 1) удельный вес населения региона в общей численности страны;
- 2) соотношение городских и сельских жителей в регионе;
- 3) удельный вес населения, занятого в общественном производстве на предприятиях всех форм собственности;
- 4) уровень квалификации работников, занятых в общественном производстве.

IV. При оценке уровня развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры региона используются следующие показатели:

1) удельный вес приватизированных предприятий в общем числе предприятий коммунальной собственности;

2) удельный вес предприятий негосударственных форм собственности в общем количестве производственных предприятий региона;

3) численность совместных предприятий с зарубежными партнерами;

4) численность банковских учреждений на территории региона;

5) численность страховых компаний на территории региона;

6) численность товарных бирж.

V. При оценке уровней криминогенных, экологических и других рисков рассматриваются показатели:

1) уровень экономических преступлений в расчёте на 100 тыс. жителей;

2) удельный вес предприятий с вредными выбросами, превышающими предельно допустимые нормы, в общем количестве промышленных предприятий;

3) средний радиационный фон в городах региона;

4) удельный вес незавершённых строительных объектов за последние 3 года.

На основе количественной оценки пяти рассмотренных синтетических показателей (полученных по сумме ранговой значимости вышеперечисленных аналитических показателей) рассчитывается интегральный показатель оценки инвестиционной привлекательности регионов. При этом учитывается, что отдельные синтетические показатели играют разную роль в принятии инвестиционных решений. В связи с этим экспериментальным путём с учётом мнений инвестиционных менеджеров определяется следующая значимость каждого синтетического показателя в совокупной оценке инвестиционной привлекательности регионов:

а) уровень общеэкономического развития региона – 35%;

б) уровень развития инвестиционной инфраструктуры – 15%;

в) демографическая характеристика региона – 15%;

г) уровень развития рыночных отношений – 25%;

д) уровень криминогенных, экологических и других рисков – 10%.

Расчёт интегрального показателя оценки инвестиционной привлекательности регионов производится на основе суммирования произведений рангового значения каждого синтетического показателя на

его значимость (в процентах) при принятии инвестиционных решений. По данным рассчитанного интегрального показателя определяется конкретное место региона по инвестиционной привлекательности в республике.

3. Инвестиционные качества отдельных инструментов фондового рынка

С позиций инвестора в настоящее время и в ближайшей перспективе для финансовых инвестиций наибольший интерес представляют следующие инструменты фондового рынка: 1) акции; 2) облигации; 3) сберегательные сертификаты.

Акции представляют собой ценную бумагу без установленного срока обращения, которая свидетельствует о долевом участии в уставном фонде акционерного общества, подтверждает членство в этом акционерном обществе и право на участие в управлении им, даёт право её владельцу на получение части прибыли в виде дивиденда, а также на участие в распределении имущества при ликвидации акционерного общества.

Акции классифицируются по ряду признаков:

1. По особенностям регистрации и обращения: именные и на предъявителя.

Именные акции в связи со сложной процедурой из оформления и более глубоким контролем за их обращением значительно менее ликвидны на фондовом рынке, чем акции на предъявителя.

2. По характеру обязательств эмитента: привилегированные («преференциальные») и простые.

Привилегированная акция [preferred share; preferred stock] – акция, дающая её владельцу преимущественное право на получение дивидендов, а также на приоритетное участие в распределении имущества акционерного общества (АО) в случае его ликвидации, однако лишаящая акционера права принимать участие в управление АО.

Уровень безопасности инвестирования в привилегированные акции значительно выше, чем в простые в связи с их правом на получение заранее предусмотренного уровня дивидендов и доли имущества при ликвидации АО.

По критерию доходности более предпочтительными для инвестора могут оказаться простые акции.

Владельцы простых акций могут принимать участие в разработке дивидендной политики АО.

Облигации представляют собой ценную бумагу, свидетельствующую о внесении её владельцем денежных средств и подтверждающую обязанность эмитента возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска).

Классификация облигаций:

По видам эмитентов: облигации внутреннего государственного займа; облигации местных займов и облигации предприятий. Наименее рисковыми являются вложения в облигации внутреннего государственного займа – в ряде стран с развитой рыночной экономикой они служат эталоном инвестиций без риска. Наибольшим уровнем риска отличаются облигации предприятий (хотя уровень риска по ним значительно ниже, чем по привилегированным акциям тех же эмитентов). Наименьший доход предлагается обычно по облигациям внутреннего государственного займа, а наибольший – по облигациям предприятий.

По сроку погашения: краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

По уровню риска наиболее предпочтительными для инвестора являются краткосрочные облигации, после погашения которых капитал может быть реинвестирован в более выгодные объекты. С ростом срока погашения уровень риска возрастает - его усиливает риск возрастания инфляции, а также более низкая ликвидность инвестиций.

Сберегательные сертификаты представляют собой письменное свидетельство банка о депонировании денежных средств, которое подтверждает право вкладчика на получение после окончания установленного срока депозита и процентов по нему.

Классификация:

1. По условиям размещения средств: срочные и до востребования. Уровень риска ликвидности инвестиций по сберегательным сертификатам до востребования практически сведён к нулю, что определяет значительно меньший уровень дохода по ним (в виде депозитного процента) в сравнении со срочными сберегательными сертификатами.

2. По срокам действия: краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

3. По особенностям регистрации и обращения: именные и на предъявителя.

Принципы оценки инвестиционных качеств фондовых инструментов.

Комплексная оценка конкретных акций, обращающихся на фондовом рынке, осуществляется по следующим параметрам (принципам):

- 1) оценка отрасли, в которой осуществляет свою хозяйственную деятельность эмитент;
- 2) оценка основных показателей хозяйственной деятельности и финансового состояния эмитента;
- 3) оценка характера обращения акции на фондовом рынке;
- 4) оценка условий эмиссии акции.

Оценка отрасли, в которой осуществляет свою хозяйственную деятельность эмитент, предполагает, прежде всего, изучение стадии её жизненного цикла и предполагаемых сроков нахождения в этой стадии. Доход инвестора по акциям обеспечивается двумя основными результатами: а) ростом курсовой стоимости акции (основным фактором здесь выступает прирост капитала на одну акцию); б) суммой дивидендов по акции (определяемом, в основном, размером чистой прибыли эмитента). Наиболее стабильный рост капитала и чистой прибыли характерен, как правило, для компаний тех отраслей, которые находятся на ранних стадиях своего жизненного цикла.

Оценка условий эмиссии акции включает: цели эмиссии, условия и периодичность выплаты дивидендов, степень участия отдельных держателей акций в управлении и другие данные, содержащиеся в эмиссионном проспекте.

Оценка инвестиционных качеств облигаций осуществляется по следующим параметрам:

- 1) оценка инвестиционной привлекательности регионов (по облигациям внутренних местных займов);
- 2) оценка финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия (по облигациям предприятия);
- 3) оценка характера обращения облигаций (всех видов) на фондовом рынке;
- 4) оценка условий эмиссии облигации.

1) Оценка инвестиционной привлекательности регионов необходима, так как часть регионов, получающих от государства значительные объёмы субсидий, может испытывать серьезные финансовые

затруднения при погашения облигаций. Поэтому необходимо изучить динамику сальдо бюджетных балансов регионов и структуру источников формирования их доходной части.

2) Главной задачей оценки финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия – эмитента является выявление кредитного рейтинга, финансовой устойчивости в долгосрочной перспективе (при эмиссии средне- и долгосрочных облигаций) и наличие частично сформированного выкупного фонда (по обращающимся краткосрочным облигациям).

3) Оценка характера обращения облигации на фондовом рынке предполагает определение реальной цены облигации, которая подвержена значительным колебаниям при изменении ставки ссудного процента. Если ставка ссудного процента на денежном рынке возрастает в силу усиления инфляции, роста спроса на кредитные ресурсы или по другим причинам, то цена облигаций существенно падает, и наоборот. Это связано с фиксированной величиной дохода (процента) по облигациям.

Реальная цена облигации зависит также от срока, остающегося до её погашения элементом. Чем выше это срок, тем выше и риск, а следовательно ниже цена продажи.

Для определения уровня ликвидности облигации на фондовом рынке используется та же система показателей, что и при оценке ликвидности акций.

4) Оценка условий эмиссии облигации предполагает изучение целей её выпуска и условий приобретения, периодичности выплат процента и его ставки, условий погашения основной суммы (принципала). Основными факторами, влияющими на инвестиционные качества облигаций, являются уровень ставки (нормы) процента и периодичность его выплат.

Оценка инвестиционных качеств отдельных сберегательных сертификатов осуществляется по следующим параметрам:

- 1) оценка надёжности банков-эмитентов;
- 2) оценка характера обращения сберегательного сертификата на фондовом рынке;
- 3) оценка условий эмиссии сберегательного сертификата.

Параметры 2, 3 аналогичны облигациям.

1) Оценка надёжности банков-эмитентов предполагает использование ряда показателей, характеризующих инвестиционную привлекательность этих учреждений (таких как рентабельность активов,

финансовая устойчивость и других). Оценка включает и ряд абсолютных (объёмных показателей), таких как сумма активов банка, размер его капитала, сумма принятых депозитов и выданных кредитов, размер балансовой прибыли и ряд других.

В зарубежной практике оценка надёжности банка осуществляется по так называемой системе CAMEL, представляющей аббревиатуру из начальных букв следующих показателей:

- «С» – достаточность капитала банка;
- «А» – качественная структура активов;
- «М» – качество (эффективность) управления;
- «Е» – уровень доходности (рентабельности);
- «L» – уровень ликвидности.

По результатам этой оценки банк характеризуется по уровню своей надёжности как «хороший», «удовлетворительный», «достаточный», «критический» или «неудовлетворительный».

Показатели и методы оценки инвестиционных качеств отдельных фондовых инструментов.

Оценка основных показателей хозяйственной деятельности и финансового состояния эмитента производится по формулам:

1. Уровень отдачи акционерного капитала:

$$УО_{AK} = \frac{ЧП \times 100}{AK}, (1)$$

где $УО_{AK}$ – уровень отдачи акционерного капитала, %; $ЧП$ – сумма чистой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде; AK – средняя стоимость акционерного капитала в рассматриваемом периоде.

2. Балансовая («книжная») стоимость одной акции. Этот показатель характеризует размер акционерного капитала и резервного фонда предприятия, приходящегося на одну акцию, т.е. обеспеченность собственными реальными активами по балансу.

$$БС_A = \frac{AK + P\Phi}{A_o}, (2)$$

где $БС_A$ – балансовая стоимость одной акции на определённую дату; AK – стоимость акционерного капитала на определённую дату; $P\Phi$ – сумма резервного фонда на определённую дату; A_o – общее количество акций предприятия на определённую дату.

3. Коэффициент дивидендных выплат показывает, какая доля чистой прибыли АО была выплачена в виде дивидендов, т.е. косвенно характеризует её дивидендную политику:

$$K_{\delta} = \frac{D \times 100}{ЧП}, \quad (3)$$

где K_{δ} – коэффициент дивидендных выплат, %; D – сумма дивидендов, выплаченных АО в рассматриваемом периоде; $ЧП$ – сумма чистой прибыли общества в рассматриваемом периоде.

4. Коэффициент обеспеченности привилегированных акций чистыми активами позволяет определить степень защиты капитала при его инвестировании в привилегированные акции.

$$KO_{ЧА} = \frac{ЧА}{A_{прив}}, \quad (4)$$

где $KO_{ЧА}$ – коэффициент обеспеченности привилегированных акций чистыми активами; $ЧА$ – сумма чистых активов АО на определённую дату, определяемая как разница между общей суммой активов по балансу, с одной стороны, и нематериальными активами, текущими и долгосрочными обязательствами, с другой; $A_{прив}$ – количество привилегированных акций предприятия.

5. Коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям позволяет оценить, в какой мере размер чистой прибыли предприятия обеспечивает выплату дивидендов по привилегированным акциям.

$$KP_{\delta} = \frac{ЧП}{D_{прив}}, \quad (5)$$

где KP_{δ} – коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям; $ЧП$ – сумма чистой прибыли предприятия в рассматриваемом периоде; $D_{прив}$ – сумма дивидендов, предусмотренная к выплате по привилегированным акциям в рассматриваемом периоде.

Оценка характера обращения акции на фондовом рынке связана прежде всего с показателями её рыночной котировки и ликвидности.

1. Уровень выплаты дивидендов характеризует соотношение суммы дивиденда и цены акции.

$$УД_A = \frac{ДВ \times 100}{Ц_A}, \quad (6)$$

где $УД_A$ – уровень дивидендной отдачи акции, %; $ДВ$ – сумма дивиденда, выплаченного по акции в определённом периоде; $Ц_A$ – Цена котировки акции на начало рассматриваемого периода.

2. Коэффициент соотношения цены и дохода характеризует связь между ценой акции и доходом по ней. Чем ниже это соотношение, тем привлекательней акция для инвестирования.

$$K_{ц/д} = \frac{Ц_A}{Д}, \quad (7)$$

где $K_{ц/д}$ – коэффициент соотношения цены и дохода по акции; $Ц_A$ – цена акции на начало рассматриваемого периода; $Д$ – совокупный доход, полученный по акции в рассматриваемом периоде.

3. Коэффициент ликвидности акций на фондовой бирже характеризует возможности быстрой ликвидности акции в случае необходимости её реализации.

$$K_{л} = \frac{O_{предл}}{O_{пр}} \geq 1, \quad (8)$$

где $K_{л}$ – коэффициент ликвидности акций на фондовой бирже (может быть рассчитан по результатам отдельных торгов или по периоду в целом); $O_{предл}$ – общий объём предложения рассматриваемых акций на данных торгах (или сумма этого показателя по всем торгам за определённый период); $O_{пр}$ – общий объём продажи рассматриваемых акций на данных торгах (или сумма этого показателя по всем торгам за определённый период).

4. Коэффициент соотношения котируемых цен предложения и спроса акции:

$$K_{n/c} = \frac{Ц_n}{Ц_c} \geq 1, \quad (9)$$

где $K_{n/c}$ – коэффициент соотношения котируемых цен предложения и спроса акции; $Ц_n$ – средний уровень цен предложения акции на торгах; $Ц_c$ – средний уровень цен спроса на акцию на торгах.

5. Коэффициент обращения акций показывает объём обращения выпущенных акций и является косвенным показателем её ликвидности:

$$KO_A = \frac{O_{np}}{A_o \cdot C_{np}} \leq 1, (10)$$

где KO_A – коэффициент обращения акций в определённом периоде; O_{np} – общий объём продажи рассматриваемых акций на торгах за определённый период; A_o – общее количество акций АО; C_{np} – средняя цена продажи одной акции в рассматриваемом периоде.

Расчёт KO_A может быть осуществлён на основе количества реализованных и имеющихся акций. Неточность заключается в том, что объём продажи может характеризовать многократные спекулятивные операции по небольшому количеству обращающихся акций.

Заключая характеристику инвестиционных качеств отдельных рассмотренных инструментов фондового рынка, следует сравнить их между собой.

Тема 4

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

1. Инвестиционная стратегия: понятие, виды и роль в развитии предприятия.

Самым важным этапом разработки корпоративной стратегии компании является ее конкретизация в функциональных стратегиях. При этом необходимо решить две задачи:

- 1) обеспечить соответствие функциональных стратегий общей фирменной стратегии развития компании;
- 2) достичь согласованности отдельных функциональных стратегий компании.

Наиболее сложной задачей является именно последняя.

В системе функциональных стратегий выделяют стратегии: маркетинга, развития производства, инвестиционную, инновационную, стратегию внешнеэкономической деятельности.

Инвестиционная стратегия компании является разновидностью функциональной стратегии, реализация которой взаимосвязана с осуществлением других функциональных стратегий, и направлена на достижение общих стратегических целей развития компании.

Инвестиционная стратегия представляет собой систему долгосрочных целей инвестиционной деятельности, определяющих приоритетные направления и формы инвестирования, получившие количественную оценку в форме целевых стратегических нормативов, и план мероприятий по достижению целевых параметров инвестиционной деятельности.

Период реализации инвестиционной стратегии составляет в среднем 5-7 лет.

На практике выделяют пять основных стратегий инвестиционной деятельности.

Первая – стратегия агрессивного развития (активного роста) связана с активным инвестированием в новое строительство, расширением действующего производства и крупными вложениями в оборотный капитал.

Вторая – стратегия умеренного роста позволяет предприятиям несколько снизить темпы своего развития и роста объемов производства и выделить немалые средства на повышение своих конкурентных преимуществ, то есть на повышение качества своей продукции.

Третья – стратегия совершенствования при неизменном уровне роста осуществляется предприятиями, которые стремятся с максимальной эффективностью использовать достигнутый производственно-экономический потенциал.

Четвертая – стратегия сдерживания спада и разработка новых продуктов применяется в относительно неблагоприятных для предприятия внешних и внутренних условиях.

Пятая – стратегия активного перепрофилирования или ликвидации будет реализовываться в случае конъюнктурного спада на рынке отдельных товаров, обусловленного снижением спроса на них.

Наиболее вероятными к реализации в условиях экономики Беларуси являются стратегии, ориентированные на осуществление простого воспроизводства и перепрофилирование деятельности предприятий. Это обусловлено ограниченными инвестиционными ресурсами и устаревшим производственным потенциалом предприятий республики.

Основными критериями приемлемости для выбранных стратегических направлений и целей являются согласованность с общей стратегией экономического развития предприятия и состоянием внешней среды.

Свою детализацию инвестиционная стратегия находит в разработке **инвестиционных программ**, рассчитанных уже на среднесрочную перспективу и содержащих перечень объектов инвестирования и источников финансирования деятельности.

Выбор той или иной стратегии определяется стадией жизненного цикла компании:

1. Стадия внедрения – инвестирование в новое строительство;
2. Стадия роста – инвестирование в расширение мощностей;
3. Стадия зрелости – инвестирование в реновации (замена изношенных машин и оборудования);
4. Стадия спада – деинвестирование (изъятие капитала) и поиск новых отраслей.

Роль инвестиционной стратегии в развитии компании заключается в следующем:

- формирует механизм достижения общих целей развития компании;
- позволяет реально оценить инвестиционные возможности компании, использовать его инвестиционный потенциал и эффективно управлять инвестиционными ресурсами;

- обеспечивает быструю реализацию перспективных инвестиционных возможностей благодаря четкой структуре критериев отбора инвестиционных проектов, постоянному контролю компании над изменениями инвестиционной среды;
- базируется на прогнозировании вероятных изменений инвестиционной ситуации в долгосрочном периоде и позволяет минимизировать последствия неблагоприятных изменений либо использовать положительные тенденции рыночной ситуации;
- предполагает постоянный мониторинг стратегического положения компании в отрасли (преимуществ и недостатков по сравнению с конкурентами);
- позволяет сформировать эффективный инвестиционный менталитет менеджмента.

2. Принципы и этапы разработки инвестиционной стратегии предприятия

Основными *принципами* разработки инвестиционной стратегии компании являются:

- активность инвестиционной стратегии, предполагающая четкое видение желаемого состояния компании в стратегической перспективе. В этом случае стратегия базируется не на приростном (от достигнутого уровня), а на преобразующем стиле планирования, когда компания стремится усовершенствовать действующие неэффективные механизмы управления инвестиционной деятельностью, чтобы обеспечить достижение целевых нормативов;
- адаптивность разработанной стратегии к изменениям внутренней и внешней инвестиционной среды. В зависимости от особенностей внешней инвестиционной среды меняется тип инвестиционной стратегии. В условиях стабильной и прогнозируемой внешней инвестиционной среды применяется жесткая инвестиционная стратегия. Гибкая стратегия носит общий характер, что позволяет компании в условиях быстро меняющейся инвестиционной ситуации эффективнее реагировать на новые инвестиционные альтернативы, приспосабливаться к изменениям ситуации на инвестиционном рынке. При этом не следует забывать, что инвестиционная стратегия должна быть активной, ориентироваться на преобразование компанией внешней инвестиционной среды в соответствии со своими целями развития, а изменения в инвестиционной деятельности компании являются реакци-

ей на прогнозируемые изменения внешней инвестиционной среды. Эти изменения не меняют целевого состояния компании, а обеспечивают более эффективное достижение целевых параметров инвестиционной стратегии. Так, на стадии роста инвестиционная стратегия обеспечивает увеличение объемов производства и реализации продукции за счет приобретения нового оборудования и инвестирования в создание товаропроводящей сети. На стадии спада инвестиционная стратегия предполагает эффективное деинвестирование, использование высвобождающихся инвестиционных ресурсов для освоения новых производств и т.д.;

– реалистичность инвестиционной стратегии предполагает, что каждая стратегическая цель имеет в своей основе алгоритм ее достижения, т.е. план мероприятий, и опирается на ресурсные возможности компании (достижима в стратегическом временном горизонте и согласуется с экономическим потенциалом компании и прогнозным состоянием конкурентной среды);

– совместимость с другими функциональными стратегиями означает, что инвестиционная стратегия поддерживает выполнение целевых нормативов других функциональных стратегий и максимально использует результаты их реализации для достижения собственных целевых нормативов.

– гибкость инвестиционной стратегии на основе выбора инвестиционных решений из нескольких вариантов. Инвестиционная стратегия должна обеспечивать возможность выбора эффективных инвестиционных решений.

– количественная измеримость стратегических целей и уровня их достижения. Каждая стратегическая цель инвестиционной деятельности должна базироваться на четких целевых нормативах, на которые ориентируются инвестиционный менеджмент, а также руководство компании при оценке эффективности его работы.

Разработка инвестиционной стратегии компании включает стандартный перечень управленческих процедур:

1) оценка результатов реализации инвестиционной стратегии компании в предыдущем периоде (ретроспективный анализ);

2) оценка экономического потенциала компании, ее сильных и слабых сторон, анализ и прогнозирование развития факторов внешней инвестиционной среды;

3) определение стратегических целей инвестиционной деятельности;

4) выявление и оценка инвестиционных возможностей компании и формирование портфеля инвестиционных проектов;

5) разработка инвестиционной политики компании по основным направлениям инвестиционной деятельности;

6) оценка результатов реализации инвестиционной стратегии и внесение изменений в систему стратегических целей и инвестиционную политику компании.

(1) Ретроспективный анализ инвестиционной стратегии предполагает оценку результативности ее реализации, выявление факторов внешней и внутренней среды, повлиявших на инвестиционную деятельность в предыдущем периоде. На данном этапе оценивается **стратегический инвестиционный уровень** компании:

- уровень инвестиционной активности компании и его соответствие текущим и перспективным требованиям развития;

- возможности формирования инвестиционных ресурсов компании;

- наличие в компании целостной общей стратегической концепции развития, уровня стратегического мышления собственников, управляющих, инвестиционного менеджмента;

- соответствие организационной структуры управления инвестиционной деятельностью компании задачам ее развития;

- эффективность систем анализа, планирования и контроля, действующих в компании;

- уровень знаний компании о состоянии и предстоящей динамике факторов внешней инвестиционной среды.

(2) SWOT-анализ при разработке инвестиционной стратегии проводится по ряду направлений. На этом этапе прогнозируются изменения экономического потенциала, внешних факторов инвестиционной среды, влияющих на реализацию главной стратегической цели инвестиционной деятельности компании, оцениваются последствия этих изменений, а также формируется механизм нейтрализации негативных изменений инвестиционной среды и использования благоприятных изменений на рынке.

Оценка внутренней инвестиционной среды (экономического потенциала компании) имеет целью выявление возможностей реализации инвестиционной стратегии и проводится по следующим направлениям:

- возможности финансирования инвестиционной деятельности: прогноз операционного денежного потока (величина прибыли

после налогообложения и амортизационных отчислений); оценка возможностей привлечения заемного и акционерного капитала;

- ограничения реализации инвестиционной стратегии: размер компании (максимальный масштаб инвестиционных проектов); стадия жизненного цикла компании; ограничения инвестиционной деятельности со стороны других функциональных стратегий государства;

- эффективность инвестиционной деятельности компании (рентабельность инвестиций, ликвидность портфеля активов, стоимость инвестиционных ресурсов);

- оценка действующей системы управления инвестиционной деятельностью (возможность реализации стратегии менеджментом компании; качество информационного обеспечения инвестиционного процесса, системы планирования и контроля над инвестиционной деятельностью; гибкость организационной системы управления).

- прогноз результатов реализации других функциональных стратегий (перспективы расширения сбыта продукции для новых проектов; рост возможности финансирования проектов за счет внутренних источников; повышение квалификации управленческого персонала и др.).

Оценка внешней инвестиционной среды позволяет выявить факторы, которые могут повлиять на инвестиционную деятельность компании и ее результаты. Она проводится по следующим направлениям:

- прогноз конъюнктуры инвестиционного рынка (стоимость инвестиционных ресурсов; предложение ресурсов на различных сегментах рынка);

- прогноз стратегического поведения конкурентов. При планировании инвестиционной деятельности компания сочетает стратегии лидерства и следования за лидером. Одним из ориентиров в планировании инвестиционной стратегии является стратегия конкурентов (действия по освоению зарубежных рынков, инвестирование в научные разработки и новые проекты, отраслевая диверсификация, валовой объем инвестиций).

(3) Цели инвестиционной деятельности компании определяются на основе оценки ее экономического состояния, что обеспечивает достижимость целей и реализуемость стратегии. Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности включает качественный и количественный компоненты. Во-первых, описание желаемого состояния компании в стратегической перспективе, во-

вторых, определение целевых стратегических нормативов инвестиционной деятельности, которые являются количественными критериями оценки достижения инвестиционных целей.

(4) Анализ стратегических альтернатив и выбор стратегических направлений инвестиционной стратегии предполагает определение мероприятий, которые предстоит осуществить на протяжении планового периода для достижения целей инвестиционной деятельности компании.

Альтернативные **стратегические направления** инвестиционной деятельности следующие

- внутренние и внешние инвестиционные проекты;
- создание новых компаний и приобретение действующих;
- инвестирование на зарубежном и национальном рынках.

В структуре инвестиций компании приоритетную роль играют **внутренние инвестиции**, т.е. инвестиции в расширение или модернизацию действующего производства. Это объясняется усилением конкуренции на рынке, повышением минимального эффективного масштаба производства и инвестиций, существенной ролью нематериальных активов как фактора проникновения и закрепления на новом рынке.

Целями внутренних инвестиций являются повышение эффективности производственной и коммерческой деятельности компании; экономия на масштабе производства; экономия на масштабе затрат; повышение барьеров доступа на рынок конкурентов.

Компаниям необходимо аккумулировать все больший объем капитала для проведения очередного технического перевооружения производства. Это формирует барьеры входа на рынок для небольших компаний, так как для приобретения наиболее эффективного оборудования необходим большой объем стартового капитала. Другими барьерами входа на рынок являются лицензии, минимальный масштаб НИОКР, инвестиции в товаропроводящую сеть и др.

Внешние инвестиции компании обусловлены появлением высокоприбыльных внешних инвестиционных проектов, стратегическими целями компании: получением контрольного пакета акций наукоемких компаний; диверсификацией экономической активности (преимущества конгломератных инвестиций); созданием замкнутых технологических цепочек производства (преимущества интернационализации); аккумулированием максимальной добавленной стоимости внутри компании (преимущества вертикальной интеграции); эконо-

мией на масштабе производства и затрат (преимущества горизонтальной интеграции).

Разновидностью внешних инвестиций являются **конгломератные** инвестиции – инвестирование в сферы деятельности (отрасли), которые не связаны с текущей деятельностью компании. При конгломератных инвестициях компания не может увеличить экономию на масштабе, как при горизонтальных, и не стремится к контролю над всей цепочкой ценности, как при вертикальных инвестициях. Крупные компании в данном случае решают задачу стратегического дополнения отраслей: инвестирование осуществляется в отрасли с разной динамикой хозяйственного цикла и характеристиками жизненного цикла с целью снижения риска.

Основными **целями** конгломератных инвестиций являются диверсификация центров добавленной стоимости компании и повышение ее экономической устойчивости, получение дополнительного эффекта от созданных нематериальных активов.

В случае если целью конгломератных инвестиций является диверсификация деловой активности компании, то необходимо определить наиболее привлекательные отрасли для инвестирования. Для этого применяют рейтинговую оценку отраслей на основе показателей, разработанных компанией. Каждый показатель получает свой весовой коэффициент. Наиболее перспективной для инвестирования является отрасль с самым высоким рейтингом.

При инвестировании компании необходимо определить приоритетную форму внешних инвестиций – строительство нового предприятия либо приобретение действующего. Традиционно при выборе формы выхода на внешний рынок сравниваются суммы первоначальных капиталовложений в новое производство и инвестиций в покупку и реконструкцию приобретаемого объекта. Целесообразно также учесть и временной фактор – время, которое потребуется до начала поставки на рынок нового продукта в первом и во втором случаях.

Мотивация **зарубежного инвестирования** компании включает доступ к зарубежному рынку сбыта, сокращение издержек производства, снижение налоговых платежей, расширение сферы экономических интересов, повышение устойчивости функционирования компании.

Выбор страны для вложения капитала определяется двумя факторами – привлекательностью страны и уровнем конкурентоспособ-

ности компании на конкретном национальном рынке, т.е. способностью компании закрепиться на интересующем рынке.

Завершающим этапом выбора стратегических направлений инвестиционной деятельности является формирование портфеля инвестиционных проектов либо определение перечня критериев для отбора инвестиционных проектов (отрасль, национальный либо зарубежный рынок, институциональная форма инвестирования).

(5) Механизм реализации инвестиционной стратегии компании определяет **инвестиционная политика** компании. Она конкретизирует параметры инвестиционной деятельности по годам реализации стратегии по **направлениям**:

- формирование инвестиционных ресурсов;
- управление инвестиционными активами;
- управление денежными потоками в процессе инвестиционной деятельности;
- управление реализацией инвестиционных проектов.

(6) **Оценка эффективности инвестиционной стратегии** осуществляется по ряду **направлений**:

- согласованность инвестиционной стратегии с общей стратегией развития предприятия, изменениями внешней среды и внутренним потенциалом компании (финансовые, производственные и маркетинговые ресурсы, квалификация менеджмента);
- внутренняя сбалансированность (согласованность целей);
- реализуемость (достижимость инвестиционных целей);
- приемлемость уровня риска;
- экономическая эффективность.

Согласованность инвестиционной стратегии с общей стратегией компании предполагает оценку соответствия стратегических целей и выбранных направлений инвестиционной деятельности общим задачам развития компании и другим функциональным стратегиям.

Инвестиционная стратегия должна обеспечивать:

- развитие производственного потенциала компании (соответствие объемов инвестиций программе модернизации производства);
- сохранение конкурентоспособности компании (обеспечение необходимого объема внутренних инвестиций; инвестирование в развитие новых перспективных видов деятельности; финансирование НИОКР);
- развитие маркетинговых возможностей компании (инвестирование в развитие товаропроводящей сети).

Другие функциональные стратегии должны обеспечивать инвестиционную деятельность необходимым объемом внутренних инвестиционных ресурсов, поддерживать реализацию инвестиционных проектов.

Согласованность инвестиционной стратегии компании с изменениями внешней среды и внутренним потенциалом предполагает контроль над обеспечением стратегических планов необходимыми собственными финансовыми ресурсами, персоналом, доступность источников капитала (возможность размещения облигаций, использования лизинга и др.), т.е. оценку реализуемости инвестиционной стратегии в прогнозном временном периоде.

Также важно оценить внутреннюю сбалансированность инвестиционной стратегии. В системе целевых нормативов имеет место конфликт целей: максимизация одного из показателей невозможна, поскольку это повлечет ухудшение других. Конфликт целевых нормативов стимулирует поиск наиболее эффективных вариантов инвестиционных решений. Например, ограничение уровня риска и высокий норматив рентабельности инвестиций заставляют менеджмент искать более привлекательные инвестиционные проекты, работать над снижением финансовых издержек проекта, риска инвестиционного портфеля. Главной задачей оценки стратегии на внутреннюю сбалансированность является поиск критического конфликта нормативов, когда разработанная система целевых нормативов не позволяет менеджеру принять сбалансированное инвестиционное решение.

Основными *рисками реализации* инвестиционной стратегии, подлежащими оценке и мониторингу со стороны менеджмента, являются:

- риск повышения стоимости инвестиционных ресурсов;
- риск неполучения объема прибыли, запланированной к реинвестированию;
- риск снижения стоимости акций компании в период размещения ценных бумаг на первичном рынке;
- риск снижения ликвидности активов компании.

В инвестиционной стратегии обязательно приводится план мероприятий по устранению либо минимизации последствий рискованных событий.

Экономическая эффективность инвестиционной стратегии оценивается исходя из уровня выполнения целевых нормативов компании, а также влияния инвестиционной стратегии на конкурентоспо-

способность, инвестиционную привлекательность, рыночную стоимость компании. Об эффективности разработанной стратегии свидетельствуют правильный прогноз ситуации на рынке, четкое выполнение целевых стратегических нормативов, способность компании воспользоваться благоприятными изменениями рыночной конъюнктуры (реализация опционов развития).

3. Стратегические нормативы в области инвестиционной деятельности

Основной стратегической целью инвестиционной деятельности является рост рыночной стоимости, поэтому в качестве нормативов инвестиционной деятельности целесообразно использовать составляющие рыночной стоимости компании:

$$MV = \frac{I * r}{k}, \quad (11)$$

где MV – рыночная стоимость компании (market value); I – валовые капиталовложения компании; r – норма дохода на вложенный капитал; k – норма капитализации прибыли (определяется по показателям средневзвешенной стоимости капитала); $(I*r)$ – прибыль компании от инвестиционной деятельности.

Таким образом, в качестве основных стратегических нормативов целесообразно использовать:

- валовой объем инвестиций,
- рентабельность инвестиций,
- средневзвешенную стоимость капитала.

Каждый базовый стратегический норматив основывается на системе вспомогательных целевых нормативов, обеспечивающих его достижение и определяющих иные параметры инвестиционной деятельности.

Значение норматива **валового объема инвестиций** определяется следующими факторами:

- «критической массой» инвестиций компании (КМИ): объемом капиталовложений, необходимых для простого воспроизводства основных фондов;
- инвестиционным обеспечением темпов роста операционной деятельности компании;
- ожидаемыми капиталовложениями компаний конкурентов.

Показатель валового объема инвестиций дополняется **вспомогательными нормативами** инвестиционной деятельности:

- объемом инвестиций из внутренних источников, в том числе за счет накопленного чистого денежного потока (нераспределенной прибыли, амортизационных отчислений), реализацией неиспользуемых активов;

- объемом инвестиций за счет заемных источников (кредитов банков, облигационных займов, лизинга).

Стратегический норматив **рентабельности инвестиций** должен обеспечивать решение задач инвестиционной деятельности:

- поддержание рентабельности активов на уровне выше стоимости капитала компании;

- обеспечение норматива самофинансирования инвестиционной деятельности (инвестиционная деятельность должна создавать достаточный объем прибыли для реинвестирования);

- обеспечение приемлемого уровня инвестиционной привлекательности компании (выплата установленного размера дивидендов на акцию; рентабельность активов «не ниже конкурентов»; уровень доходности компании, ожидаемый рынком).

Норматив рентабельности инвестиций дополняется **вспомогательными нормативами** инвестиционной деятельности:

- минимальным уровнем доходности инвестиционного проекта в инвестиционном портфеле;

- максимальным уровнем налоговых платежей из прибыли.

Стратегический норматив **средневзвешенной стоимости капитала** должен обеспечивать снижение нормы капитализации компании. Его выполнение основывается на системе **вспомогательных целевых нормативов**:

- максимальная стоимость заемных ресурсов;

- максимальный уровень дивидендов на акцию;

- интегральный показатель финансовой устойчивости;

- целевая структура капитала (соотношение заемного и собственного капитала).

При формировании целевых стратегических нормативов необходимо использовать системный подход:

- обеспечить взаимное согласование целей;

- установить их иерархию и приоритетность реализации;

- определить максимально допустимый размер отклонений от норматива.

Тема 5 ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ ПРЕДПРИЯТИЯ И СПОСОБЫ ИХ МОБИЛИЗАЦИИ

1. Инвестиционные ресурсы: понятие, принципы формирования, цели и задачи управления

Инвестиционные ресурсы предприятия – это капитал в денежной и материальной формах, который формируется предприятием из внутренних и внешних источников и направляется на финансирование инвестиционных проектов, т.е. на приобретение активов, необходимых для организации производственного процесса.

Изучение возможностей формирования инвестиционных ресурсов за счет различных источников является вторым этапом разработки стратегии.

Все источники формирования ресурсов подразделяются на три основные группы – 1) собственные, 2) заемные, 3) привлеченные (рис. 1).



Рис. 1. Характеристика основных источников формирования инвестиционных ресурсов предприятия

Среди собственных источников финансирования инвестиций главную роль играет:

1) Прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия после уплаты налогов и других обязательных платежей.

2) Вторым по значению источником собственных средств являются амортизационные отчисления. Их размер зависит от объема ис-

пользуемых основных фондов и принятой политики их амортизации (использования метода прямолинейной или ускоренной амортизации)

Среди заемных источников финансирования инвестиций главную роль обычно играют:

1) Долгосрочные кредиты банков.

2) Эмиссия облигаций предприятий доступна для предприятий с высокими размерами уставного фонда.

3) Инвестиционный лизинг является одной из наиболее перспективных форм привлечения заемных ресурсов. Он рассматривается как одна из разновидностей долгосрочного кредита, предоставляемого в натуральной форме и погашаемого в рассрочку.

4) Инвестиционный селенг представляет собой специфическую форму обязательства, состоящую в передаче собственником (юридическими и физическими лицами) прав по пользованию и распоряжению его имуществом за определенную плату.

В качестве имущества могут выступать здания, сооружения, оборудование, сырье и материалы, денежные средства, ценные бумаги, а также продукты интеллектуального и творческого труда.

Среди *привлеченных* источников финансирования инвестиций в первую очередь рассматривается

1) Возможность привлечения акционерного капитала. Этот источник может быть использован акционерными обществами. Для инвестиционных компаний и инвестиционных фондов аналогичной формой привлечения капитала является эмиссия инвестиционных сертификатов.

Инвестиционный сертификат (Certificate of investment) – ценная бумага, выпускаемая исключительно инвестиционным фондом или инвестиционной компанией и дающая право его владельцу на получение дохода в виде дивидендов.

2) Для предприятий иных организационно-правовых форм (кроме АО) основной формой дополнительного привлечения капитала является расширение уставного фонда за счет дополнительных взносов (паев) отечественных и зарубежных инвесторов.

Процесс формирования инвестиционных ресурсов основывается на следующих принципах:

– *непрерывность формирования инвестиционных ресурсов* предполагает постоянный контроль менеджмента над показателями инвестиционной привлекательности и кредитоспособности предприятия для привлечения капитала в перспективе, накопление внутрен-

них инвестиционных ресурсов за счет нераспределенной прибыли и амортизационных отчислений для осуществления инвестиционных расходов в будущем;

- *сбалансированность формирования инвестиционных ресурсов* означает синхронность поступления инвестиционных ресурсов с плановыми инвестиционными затратами, отсутствие избыточно привлеченного капитала и его накопление в форме сверхнормативного запаса ликвидности;

- *срочность предоставления инвестиционных ресурсов* предполагает контроль над своевременностью возврата привлеченного капитала, показателями платежеспособности предприятия;

- *возвратность инвестиционных ресурсов* означает оценку предприятием возможности погасить задолженность перед инвесторами и кредиторами по привлеченному капиталу;

- *платность привлечения инвестиционных ресурсов* означает выплату владельцам капитала процентов либо дивидендов. Стоимость инвестиционных ресурсов из различных источников является важным фактором инвестиционного выбора предприятия.

Основной *целью* управления формированием инвестиционных ресурсов предприятия является удовлетворение потребности предприятия в активах для осуществления хозяйственной деятельности в условиях оптимальной структуры инвестиционных ресурсов.

Основными *задачами* управления формированием инвестиционных ресурсов предприятия являются:

- обеспечение инвестиционными ресурсами в плановом объеме в соответствии с задачами инвестиционной деятельности;

- оптимизация структуры инвестиционных ресурсов по критериям их стоимости и риска неплатежеспособности;

- минимизация затрат по формированию инвестиционных ресурсов из различных источников (выбор кредиторов и инвесторов, условий предоставления инвестиционных ресурсов – ставки процента, срока, способа погашения задолженности);

- обеспечение эффективного использования инвестиционных ресурсов (минимизация запаса ликвидности; выбор наиболее эффективных инвестиционных проектов);

- своевременное погашение основного долга и процентов (дивидендов) по привлеченному капиталу.

2. Этапы формирования инвестиционных ресурсов предприятия

Основные этапы формирования инвестиционных ресурсов:

- 1 Ретроспективный анализ формирования инвестиционных ресурсов;
- 2 Определение потребности предприятия в инвестиционных ресурсах;
- 3 Определение объема и стоимости привлечения предприятием инвестиционных ресурсов из различных источников;
- 4 Определение оптимальной структуры привлекаемых инвестиционных ресурсов;
- 5 Формирование схемы финансирования инвестиционных проектов;
- 6 Оценка эффективности политики формирования инвестиционных ресурсов.

(1) Ретроспективный анализ формирования инвестиционных ресурсов предприятия проводится для оценки результативности управления инвестиционными ресурсами, выявления основных причин, возникавших в предыдущие периоды, проблем с обслуживанием привлеченных средств, а также оценки уровня удовлетворения инвестиционных потребностей компании.

Направления ретроспективного анализа:

– динамика привлечения предприятием инвестиционных ресурсов из различных источников и их структура (объем заемных и собственных инвестиционных ресурсов; изменение их доли в портфеле инвестиционных ресурсов; использование внешних и внутренних источников финансирования);

– изменение финансовой устойчивости компании и его причины (анализируются коэффициенты устойчивого финансирования, обеспеченности собственными оборотными средствами, концентрации средств, финансового левериджа, финансовой независимости);

– структура распределения инвестиционных ресурсов между различными видами инвестиционных активов (динамика стоимости производительных и непроизводительных активов (зданий, сооружений), запасов сырья и материалов, готовой продукции, денежных средств);

– стоимость привлечения капитала из различных источников (оцениваются прямые (проценты и дивиденды, комиссия банка) и косвенные затраты по обслуживанию инвестиционных ресурсов).

– уровень удовлетворения инвестиционных потребностей компании (соотношение между запланированными инвестиционными проектами и фактическим объемом инвестиционных расходов в предыдущем периоде);

– динамика кредитоспособности и инвестиционной привлекательности предприятия (оценка условий и объемов привлечения инвестиционных ресурсов из внешних источников).

(2) *Определение потребности предприятия в инвестиционных ресурсах* осуществляется по текущей (операционной) деятельности и новым инвестиционным проектам.

Текущая деятельность предприятия определяет инвестиции в восстановление изношенных основных фондов, их модернизацию, формирование дополнительных запасов сырья, материалов, готовой продукции.

Оценка потребности в инвестиционных ресурсах по новым инвестиционным проектам проводится с помощью трех основных методов – балансового, метода аналогий и удельной капиталоемкости – на основе мониторинга рынка инвестиционных активов (стоимости зданий, оборудования, сырья и др.).

(3) *Определение объема и стоимости привлечения предприятием инвестиционных ресурсов из различных источников* осуществляется на основе анализа внешних и внутренних факторов стоимости инвестиционных ресурсов: мониторинга состояния различных сегментов рынка инвестиционных ресурсов – фондового и кредитного; оценки кредитоспособности и инвестиционной привлекательности компании.

(4) *Определение оптимальной структуры привлекаемых инвестиционных ресурсов* проводится в разрезе отдельных типов инвестиционных ресурсов – собственных и заемных, внешних и внутренних источников финансирования. Оптимальность структуры инвестиционных ресурсов определяется по критериям минимизации стоимости инвестиционных ресурсов и максимизации финансовой устойчивости компании.

(5) *Формирование схемы финансирования инвестиционных проектов* предполагает выбор организационного механизма финансирования (традиционного, венчурного, проектного), определение плана-графика финансирования инвестиционного проекта, а также оптимизацию временной структуры источников финансирования инвестиционной деятельности.

(6) Оценка эффективности политики формирования инвестиционных ресурсов проводится по следующим показателям:

- показатель расширенного воспроизводства активов (совокупные капиталовложения предприятия должны быть выше годового износа внеоборотных активов);
- уровень платежеспособности (своевременность обслуживания привлеченных ресурсов — выплата основного долга и процентов (дивидендов));
- коэффициент самофинансирования (соотношение внутренних и внешних источников финансирования в общей структуре капитала);
- уровень финансовой независимости (удельный вес собственных и заемных средств в общей структуре капитала);
- уровень обеспечения инвестиционных потребностей (отношение запланированных к реализации инвестиционных проектов к фактическому объему инвестиционных расходов компании);
- стоимость инвестиционных ресурсов (значение средневзвешенной стоимости капитала и стоимость инвестиционных ресурсов из различных источников).

3. Определение потребности предприятия в инвестиционных ресурсах

Оценка общего объема инвестиционных ресурсов, необходимых предприятию на предстоящий период, определяется по двум показателям:

1) минимальный уровень инвестиционных расходов («критическая масса инвестиций») определяется как минимальный объем инвестиций, который обеспечивает простое воспроизводство производственных (операционных) активов предприятия;

2) максимальный уровень инвестиционных расходов определяется характеристиками инвестиционных проектов, которые предприятие считает целесообразным финансировать в плановом периоде, а также планами развития текущей (операционной) деятельности.

Определение потребности предприятия в инвестиционных ресурсах осуществляется по текущей и инвестиционной деятельности.

По текущей деятельности определяется возможная сумма инвестиционных расходов для приобретения материальных и нематериальных активов, необходимых для нормального воспроизводства ис-

пользуемых производственных ресурсов, а также для поддержания плановых темпов увеличения объемов производимой продукции.

Для расчета общей потребности предприятия в инвестиционных ресурсах определяется потребность в финансировании по отдельным инвестиционным проектам. Для этого используются методы, расположенные в порядке убывания точности оценки:

- 1) балансовый,
- 2) метод аналогий,
- 3) метод удельной капиталоемкости.

(1) Балансовый метод предполагает оценку общей стоимости активов, необходимых для реализации инвестиционного проекта, в действующих рыночных ценах

Расчет потребности в инвестиционных ресурсах осуществляется по видам активов: основные средства, нематериальные активы, запасы сырья, материалов, незавершенного производства, готовой продукции, необходимые денежные активы для проведения текущих расчетов компании.

Потребность компании в инвестиционных ресурсах определяется после того, как принято решение о способе формирования активов: часть из них может быть взята в аренду (лизинг), а часть приобретена. Увеличение доли арендованных основных фондов уменьшает потребность в капитале, однако снижает рентабельность проекта и его устойчивость.

Определение *потребности в инвестиционных ресурсах* целесообразно осуществлять в трех *вариантах*:

1) минимально необходимая сумма инвестиционных ресурсов (основная часть внеоборотных активов арендуется; запасы оборотных активов минимальны);

2) необходимая сумма ресурсов с достаточным страховым запасом (формируются страховые запасы сырья и материалов; часть оборудования берется в лизинг либо приобретается);

3) максимальная сумма инвестиционных ресурсов (создаются страховые запасы готовой продукции; оборудование и здания приобретаются).

Рассмотрим порядок определения потребности компании в инвестиционных ресурсах в разрезе основных типов активов.

Основное технологическое оборудование

$$P_{об} = \frac{ОП}{ПМ} * Ц, (12)$$

где $P_{об}$ – потребность в ресурсах для закупки оборудования; $ОП$ – планируемый годовой объем производства продукции по данному виду оборудования; $ПМ$ – годовая производственная мощность оборудования (по данным завода-изготовителя); $Ц$ – стоимость единицы оборудования данного типа (с учетом затрат по доставке, обучению персонала, проведению пусконаладочных работ).

Также необходимо учитывать, что помимо основного технологического оборудования в производственном процессе важную роль играет и вспомогательное оборудование (компрессоры, трансформаторы, транспортеры и т.д.). Потребность предприятия в нем определяется исходя из характеристик основного технологического оборудования.

Стоимость строительства новых объектов может быть определена по фактическим затратам на строительство.

Объем ресурсов, направляемых на приобретение нематериальных активов, определяется исходя из характеристики производственных технологий, потребности в маркетинговых активах в рамках выбранной стратегии продвижения продукции на рынок и стоимости нематериальных активов.

Объем ресурсов, необходимых для формирования оборотных активов, определяется в разрезе их основных типов (производственных запасов, незавершенного производства, готовой продукции, денежных средств).

(2) Метод аналогий основывается на оценке стоимости инвестиционных проектов других предприятий, сходных по своим характеристикам с запланированным проектом.

Применение данного метода осуществляется по следующим этапам:

- определение наиболее важных характеристик инвестиционного проекта, влияющих на его стоимость (состав и технические характеристики активов, планируемая производственная мощность);
- формирование перечня проектов-аналогов;
- сравнение показателей отобранных проектов с показателями проекта предприятия и проведение необходимых корректировок (определение поправочных коэффициентов) для приведения проектов в сопоставимый вид;
- определение потребности в инвестиционных ресурсах:

$$IP_n = IP_{ан} * K_{np}, \quad (13)$$

где IP_n – потребность в инвестиционных ресурсах для реализации инвестиционного проекта; $IP_{ан}$ – объем инвестиционных ресурсов, направленных на финансирование проекта-аналога; $K_{пр}$ – коэффициенты приведения проектов в сопоставимый вид.

(3) Метод удельной капиталоемкости дает наименее точную оценку потребности предприятия в инвестиционных ресурсах. В его основе лежит применение показателя капиталоемкости продукции.

Общая потребность компании в инвестиционных ресурсах ($\Pi_{ир}$) определяется следующим образом:

$$\Pi_{ир} = K_n * ОП \frac{K_{оботр}}{K_{обпредпр}}, \quad (14)$$

где $\Pi_{ир}$ – потребность в инвестиционных ресурсах для создания нового предприятия; K_n – капиталоемкость продукции среднеотраслевой либо предприятия-аналога; $ОП$ – планируемый среднегодовой объем производства продукции; $K_{оботр}$ и $K_{обпредпр}$ – коэффициенты оборачиваемости капитала, соответственно, среднеотраслевой и предприятия-инвестора.

4. Подходы к оптимизации состава и структуры инвестиционных ресурсов предприятия

Оптимизация структуры источников формирования инвестиционных ресурсов является заключительным этапом разработки стратегии их формирования. Необходимость такой оптимизации определяется тем, что рассчитанное соотношение внутренних и внешних источников формирования инвестиционных ресурсов может не соответствовать требованиям финансовой стратегии предприятия и существенно снижать уровень ее финансовой устойчивости.

В процессе оптимизации структуры источников формирования инвестиционных ресурсов необходимо учитывать следующие основные особенности каждой из групп источников финансирования.

Внутренние (собственные) источники финансирования характеризуются следующими положительными особенностями:

- а) простотой и быстротой привлечения;
- б) высокой отдачей по критерию нормы прибыльности инвестируемого капитала, т.к. не требуют уплаты ссудного процента в любых его формах;

в) существенным снижением риска неплатежеспособности и банкротства предприятия при их использовании;

г) полным сохранением управления в руках первоначальных учредителей предприятия

Вместе с тем им присущи следующие недостатки:

а) ограниченный объем привлечения, а следовательно и возможностей существенного расширения инвестиционной деятельности при благоприятной конъюнктуре инвестиционного рынка;

б) ограниченность внешнего контроля за эффективностью использования собственных инвестиционных ресурсов, что при некачественном управлении ими может привести к тяжелым финансовым последствиям для предприятия.

Внешние (заемные и привлеченные) источники финансирования характеризуются следующими положительными особенностями:

а) высоким объемом возможного их привлечения, значительно превышающим объем собственных инвестиционных ресурсов;

б) более высоким внешним контролем эффективности инвестиционной деятельности и реализацией внутренних резервов ее повышения.

Недостатки:

а) сложность привлечения и оформления;

б) более продолжительный период привлечения;

в) необходимость предоставления соответствующих гарантий (на платной основе) или залога имущества;

г) повышения риска банкротства в связи с несвоевременным погашением полученных ссуд;

д) потеря части прибыли от инвестиционной деятельности в связи с необходимостью уплаты ссудного процента;

е) частичная потеря управления деятельностью предприятия (при акционировании).

Главными критериями оптимизации соотношения внутренних и внешних источников финансирования инвестиционной деятельности выступают:

1) необходимость обеспечения высокой финансовой устойчивости предприятия;

2) максимизация суммы прибыли от инвестиционной деятельности, остающаяся в распоряжении первоначальных учредителей предприятия, при различных соотношениях внутренних и внешних источников финансирования этой деятельности.

Финансовая устойчивость предприятия в прогнозируемом периоде определяется по формуле:

$$K_{сф} = \frac{ИР_c}{ИР_o}, \quad (15)$$

где $ИР_c$ – сумма собственных финансовых средств, привлекаемых к формированию инвестиционных ресурсов; $ИР_o$ – общая сумма формируемых инвестиционных ресурсов.

Максимизация суммы прибыли при различных соотношениях внутренних и внешних источников финансирования инвестиционной деятельности достигается в процессе расчета эффекта финансового левириджа (или финансового рычага). Этот эффект состоит в том, что к норме прибыли на собственный инвестируемый капитал приращивается прибыль, получаемая благодаря использованию заемных средств, несмотря на их платность (таблица 1).

Таблица 1

Инвестиционные ресурсы предприятия

Показатели	Единицы измерения	Реализованные инвестиционные проекты	
		«А»	«Б»
Общая сумма инвестируемых ресурсов в т.ч. собственных заемных	Млн. руб.	1000	1000
		1000	500
		-	500
Норма прибыли (валовой) на инвестируемый капитал	%	20	20
Ставка процента за кредит	%	12	12
Валовая прибыль	Млн. руб.	200	200
Ставка налога на прибыль	%	20	20
Сумма налога на прибыль	Млн. руб.	40	40
Сумма выплат процентов за кредит	Млн. руб.	-	60
Чистая прибыль	Млн. руб.	160	100
Уровень чистой прибыли в расчете на собственный капитал	%	16	20

За счет использования заемных средств уровень чистой прибыли в расчете на собственный капитал по проекту «Б» выше, чем по проекту «А».

Эффект финансового левириджа может быть достигнут только в том случае, если норма прибыли на инвестируемый капитал существенно превышает средний уровень процентов за кредит по всем источникам заемных средств.

Тема 6

ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ И ПРИНЦИПЫ ПОРТФЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ

1. Цель и задачи формирования инвестиционного портфеля предприятия.

Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность объектов реального и финансового инвестирования, предназначенных для осуществления инвестиционной деятельности в среднесрочном периоде в соответствии с разработанной инвестиционной стратегией предприятия.

Несмотря на включение в инвестиционный портфель разнообразных объектов инвестирования, он является целостным объектом управления.

Главной целью формирования инвестиционного портфеля предприятия является обеспечение реализации его инвестиционной стратегии путем отбора наиболее эффективных и безопасных инвестиционных проектов и финансовых инструментов. С учетом сформулированной главной цели строится система конкретных целей (задач) формирования инвестиционного портфеля предприятия (рисунок 2).

Система целей формирования инвестиционного портфеля	
Главная цель:	Основные цели:
Обеспечение реализации инвестиционной стратегии предприятия путем подбора наиболее эффективных и безопасных объектов инвестирования	1. Обеспечение высоких темпов роста капитала
	2. Обеспечение высоких темпов роста дохода
	3. Обеспечение минимизации инвестиционных рисков
	4. Обеспечение достаточной ликвидности инвестиционного портфеля

Рис. 2. Характеристика системы целей формирования инвестиционного портфеля предприятия

1. Обеспечение высоких темпов роста капитала. Реализация этой цели позволяет обеспечить эффективную деятельность предприятия в долгосрочной перспективе. Так как формирование инвестиционного портфеля подчинено разработанной инвестиционной стратегии и является формой ее реализации в среднесрочном периоде, данную цель можно рассматривать как приоритетную.

2. Обеспечение высоких темпов роста дохода.

Так как осуществление инвестиционной деятельности требует мобилизации значительных финансовых ресурсов, в том числе заемных, при формировании инвестиционного портфеля следует обеспечить включение в него проектов с высокой текущей доходностью, обеспечивающих поддержание постоянной платежеспособности предприятия. Часть текущих доходов предприятия может быть капитализирована в целях поддержания оптимальной структуры инвестиционного портфеля.

3. Обеспечение минимизации инвестиционных рисков. В процессе минимизации общего уровня рисков по инвестиционному портфелю основное внимание должно быть уделено минимизации риска потери капитала, а лишь затем минимизации риска потери доходов. Риск по инвестиционному портфелю должен быть контролируемым.

4. Обеспечение достаточной ликвидности инвестиционного портфеля.

В целях достижения эффективной управляемости инвестиционным портфелем, обеспечения возможностей быстрого реинвестирования капитала в более выгодные проекты определенная часть инвестиций должна носить высоколиквидный характер. Уровень ликвидности инвестиционного портфеля определяется: 1) инвестиционным климатом в государстве; 2) динамизмом конъюнктуры инвестиционного рынка и 3) спецификой инвестиционной деятельности фирмы.

2. **Типы инвестиционных портфелей, их характеристика**

Различие приоритетных целей формируемых инвестиционных портфелей, видов включаемых в них объектов инвестирования и других условий определяет многообразие вариантов направленности и состава этих портфелей в отдельных фирмах. Это многообразие инвестиционных портфелей типизируется следующим образом:

I. Типизация инвестиционных портфелей по видам связана прежде всего с направленностью и объемом инвестиционной деятельности предприятия.

1. Портфель реальных инвестиционных проектов формируется предприятиями, осуществляющими производственную деятельность, для обеспечения своего развития. Он формируется за счет объектов реального инвестирования всех видов.

2. Портфель ценных бумаг формируется АО: предприятиями, банками.

3. Портфель прочих объектов инвестирования дополняет инвестиционный портфель отдельных предприятий (например, валютный портфель, депозитный портфель и т.п.)

II. Типизация инвестиционных портфелей по приоритетным целям инвестирования связана с реализацией инвестиционных стратегий предприятия.

1. Портфель роста формируется за счет объектов инвестирования, обеспечивающих достижение высоких темпов роста капитала (при высоком риске).

2. Портфель дохода формируется в основном за счет объектов инвестирования, обеспечивающих достижение высоких темпов роста дохода (по которым также уровень риска довольно высок).

3. Консервативный портфель формируется за счет объектов инвестирования со средними (а иногда и минимальными) значениями уровней риска. (Соответственно темпы роста дохода и капитала по таким объектам инвестирования значительно ниже).

Портфели роста и дохода при максимальных значениях своих целевых показателей называются агрессивными портфелями.

III. Типизация инвестиционных портфелей по достигнутому соответствию целям инвестирования связана с процессом реализации целей их формирования.

1. Сбалансированный портфель характеризуется полной реализацией целей его формирования путем отбора инвестиционных проектов или финансовых инструментов инвестирования, наиболее полно отвечающих этим целям.

2. Несбалансированный портфель характеризуется несоответствием состава его инвестиционных проектов или финансовых инструментов инвестирования поставленным целям его формирования.

Разновидностью несбалансированного портфеля является разбалансированный портфель, который представляет собой ранее оптимизированный портфель, уже не удовлетворяющий инвестора в связи с существенным изменением внешних условий инвестиционной деятельности (например, изменением условий налогообложения) или внутренних факторов (например, существенной задержкой реализации отдельных реальных инвестиционных проектов).

3. Принципы и последовательность формирования инвестиционного портфеля

Формирование инвестиционного портфеля предприятия базируется на определенных принципах:

1. Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии определяет соответствующую корреляцию целей инвестиционной стратегии предприятия с целями формирования инвестиционного портфеля. Необходимость такой корреляции вызывается преемственностью долгосрочного и среднесрочного планирования инвестиционной деятельности предприятия, подчиненностью задач среднесрочного планирования долгосрочным стратегическим целям.

2. Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам определяет увязку общей капиталоемкости отбираемых в портфель объектов с объемом инвестиционных ресурсов, сформированных с учетом обеспечения финансовой устойчивости и оптимизированной структуры их источников. Реализация этого принципа определяет ограниченность отбираемых объектов рамками возможного объема их финансирования.

3. Принцип оптимизации соотношения доходности и риска определяет пропорции между этими показателями исходя из конкретных приоритетных целей формирования инвестиционного портфеля. Такая оптимизация должна обеспечиваться по каждому из видов портфелей и по инвестиционному портфелю в целом. Реализация этого принципа обеспечивается путем соответствующей диверсификации объектов инвестирования.

4. Принцип оптимизации соотношения доходности и ликвидности также определяет необходимые пропорции между этими показателями исходя из приоритетных целей формирования инвестиционного портфеля. Эта оптимизация должна учитывать также обеспечение финансовой устойчивости и текущей платежеспособности предприятий.

5. Принцип обеспечения управляемости портфелем определяет ограниченность отбираемых инвестиционных проектов возможностями их реализации в рамках кадрового потенциала предприятия и соответственно отбираемых пакетов объектов финансового инвестирования возможностями систематически отслеживать их курс и оперативно осуществлять необходимое реинвестирование средств.

Формирование инвестиционного портфеля с учетом вышеперечисленных принципов осуществляется в определенной логической последовательности. Основные этапы процесса формирования инвестиционного портфеля:

1. Конкретизация целей инвестиционной стратегии с учетом сложившихся условий инвестиционного климата и конъюнктуры инвестиционного рынка.

2. Определение приоритетных целей формирования инвестиционного портфеля.

3. Оптимизация пропорций формирования инвестиционного портфеля по основным видам с учетом объема и структуры инвестиционных ресурсов.

4. Формирование отдельных видов портфелей по критериям доходности, риска и ликвидности.

5. Обеспечение необходимой диверсификации инвестиционного портфеля.

6. Оценка доходности, риска и ликвидности проектируемого инвестиционного портфеля.

7. Окончательная оптимизация структуры инвестиционного портфеля по установленным критериям доходности риска и ликвидности.

4. Особенности формирования и оценка портфелей реальных инвестиционных проектов и ценных бумаг

1. Портфель реальных инвестиционных проектов имеет ряд особенностей, отличающих его от портфелей других объектов инвестирования.

Формирование и реализация портфеля реальных инвестиционных проектов, во-первых, обеспечивает высокие темпы развития предприятия; во-вторых, создание дополнительных рабочих мест; в-третьих, формирование высокого имиджа и государственную поддержку инвестиционной деятельности; в-четвертых, в сравнении с другими видами инвестиционных портфелей он является наиболее капиталоемким; в-пятых, наименее ликвидным; в-шестых, более рисковым в связи с продолжительностью реализации; в-седьмых, наиболее сложным и трудоёмким в управлении.

Формирование портфеля реальных инвестиционных проектов осуществляется после того, как конкретизированы цели инвестицион-

ной стратегии, определены приоритетные цели формирования инвестиционного портфеля в целом, а также оптимизированы пропорции формирования совокупного инвестиционного портфеля по основным его видам с учётом объёма и структуры инвестиционных ресурсов.

Исходя из системы приоритетных целей и проектируемого объёма инвестиционных ресурсов процесс формирования портфеля реальных инвестиционных проектов проходит следующие этапы:

1. Поиск вариантов реальных инвестиционных проектов для возможной их реализации осуществляется предприятием вне зависимости от наличия свободных инвестиционных ресурсов, состояния инвестиционного рынка и других факторов. Банк привлечённых к проработке инвестиционных проектов всегда должен значительно превышать их количество, предусматриваемое к реализации. Чем активнее организован поиск вариантов реальных инвестиционных проектов, тем больше последующих шансов сформировать эффективный портфель.

2. Рассмотрение и оценка бизнес-планов отдельных инвестиционных проектов осуществляется с целью подготовки необходимой информационной базы для экспертизы их отдельных качественных характеристик.

3. Первичный отбор инвестиционных проектов для более углублённого анализа осуществляется по определённой системе показателей. К таким показателям могут быть отнесены:

1) соответствие инвестиционного проекта стратегии деятельности и имиджу предприятия 3%; 2) соответствие инвестиционного проекта направлениям отраслевой 5% и региональной диверсификации предстоящей инвестиционной деятельности 7%; 3) степень разработанности инвестиционного проекта 4% и его обеспеченности основными факторами производства 6%; 4) необходимый объём инвестиций 5% и период их осуществления до начала эксплуатации проекта 7%; 5) проектируемый период окупаемости инвестиций (или другой показатель оценки эффективности, принимаемый для первоначального рассмотрения проекта 40%; 6) уровень инвестиционного риска 15%; 7) предусматриваемые источники финансирования 8% (вес (значимость) отдельных показателей в общей системе оценки).

С учётом рекомендаций значимости отдельных показателей разрабатывается шкала оценки отдельных характеристик инвестиционного рынка. Оценка отдельных характеристик строится в диапазоне от 0 до общей значимости показателя в совокупной оценке.

4. Экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критерию эффективности (доходности).

5. Экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критерию риска.

6. Экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критерию ликвидности.

7. Окончательный отбор инвестиционных проектов в формируемый портфель с учётом его оптимизации и обеспечения необходимой диверсификации инвестиционной деятельности.

Экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критерию риска осуществляется в той же последовательности, что и по критерию эффективности.

Вначале по каждому проекту рассчитываются конкретные значения показателей его риска. Показателями оценки риска неполучения прогнозируемого денежного потока являются среднеквадратическое отклонение или коэффициент вариации.

По избранному в качестве критериального показателю оценки инвестиционных рисков производится ранжирование отдельных проектов по уровню безопасности вложений. При ранжировании ранговая значимость «единица» (1) присваивается инвестиционному проекту с наибольшим уровнем безопасности вложений (наименьшим значением уровня риска).

Затем строится график, аналогичный приведенному, и производится отбор проектов в инвестиционный портфель, исходя из критерия риска.

Экспертиза отобранных инвестиционных проектов по критерию ликвидности осуществляется на основе показателя периода инвестирования до начала эксплуатации объекта. При этом исходят из того, что реализованный инвестиционный проект, приносящий реальный денежный поток, может быть продан (акционирован и т.п.) в относительно более короткий срок, чем объект незавершённый (реализация таких объектов требует значительно большего периода времени). Для оценки ликвидности проектов, прошедших экспертизу по критериям эффективности (доходности) и риска, составляется таблица следующей формы:

Окончательный отбор инвестиционных проектов в формируемый портфель с учётом его оптимизации и обеспечения необходимой диверсификации инвестиционной деятельности осуществляется с учётом взаимосвязи всех рассмотренных ранее критериев.

Если тот или иной критерий является приоритетной целью в формировании портфеля (высокая доходность, безопасность и т.п.), то необходимость в дальнейшей оптимизации портфеля не возникает. Если же предусматривается сбалансированность отдельных целей, то портфель может быть скорректирован путём оптимизации проектов по соотношению доходности и рисков, доходности и ликвидности, а также доходности и обеспечения отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности.

Окончательно сформированный портфель реальных инвестиционных проектов представляется по форме, приведенной в таблице 2.

Таблица 2

Характеристика портфеля реальных инвестиционных проектов предприятия, принимаемых к реализации на _____ годы

Наименование инвестиционных проектов	Показатели реализуемых инвестиционных проектов					
	Отрасль	Регион	Объём инвестиционных ресурсов, тыс. долл. США	Уровень эффективности проекта (по избранному показателю)	Уровень риска по проекту (по избранному показателю)	Продолжительность инвестиционного периода
Проект «А» Проект «Б» Проект «В» и т.д.	-	-	-	-	-	-
в целом по портфелю	-	-	-	-	-	-

Итоговые показатели, рассчитанные по портфелю реальных инвестиционных проектов (колонки 4, 5, 6, 7) служат для общей его оценки и сравнения с аналогичными показателями других видов портфелей предприятия.

2. Особенности формирования портфеля ценных бумаг и его оценка

В сравнении с портфелем реальных инвестиционных проектов ценных бумаг имеет ряд положительных особенностей, к числу которых относятся: 1) более высокая его ликвидность и 2) более лёгкая управляемость. *Недостатками* являются:

1) более высокий уровень риска (этот риск распространяется не только на доход, но и на весь инвестированный капитал);

2) более низкий уровень доходности (дивиденд даже по самым высокодоходным простым акциям составляет лишь 40-60 % суммы чистой прибыли реально действующих аналогичных объектов);

3) отсутствие в большинстве случаев возможности реального воздействия на эту доходность (кроме возможности реинвестирования капитала в другие инструменты фондового рынка);

4) низкая инфляционная защищённость этого портфеля.

Формирование портфеля ценных бумаг также осуществляется после того, как конкретизированы цели инвестиционной стратегии, определены приоритетные цели формирования инвестиционного портфеля и оптимизированы пропорции инвестиционных ресурсов в разрезе отдельных видов портфелей.

I. При отборе в формируемый портфель ценных бумаг отдельных видов акций учитываются следующие основные факторы:

1. Тип инвестиционного портфеля, формируемый в соответствии с его целью. Основные типы: портфель роста, портфель дохода, консервативный портфель.

Вариантами *типов* портфелей акций являются:

- а) агрессивные, ориентированные на доход;
- б) агрессивные, ориентированные на рост;
- в) среднерисковые, ориентированные на доход;
- г) среднерисковые, ориентированные на рост;
- д) консервативные, ориентированные на доход;
- е) консервативные, ориентированные на рост.

Исходя из целей формирования портфеля ценных бумаг на основе оценки соотношения доходности и риска и дифференцированных норм текущей доходности осуществляется отбор акций, соответствующий типу избранного портфеля.

2. Необходимость *диверсификации* фондовых инструментов портфеля.

Такая диверсификация может носить отраслевой и региональный характер, а также проводиться по различным элементам одной отрасли. По критериям западных специалистов минимальным требованиям диверсификации портфеля соответствует включение в него не менее 10 видов акций различных эмитентов.

3. Необходимость обеспечения высокой *ликвидности* портфеля. С учётом оценки ликвидности отдельных акций, рассмотренной в

процессе изучения их инвестиционных качеств, и отбора акций с соответствующими показателями ликвидности, обеспечивается её необходимый уровень по портфелю в целом.

4. Необходимость обеспечения участия в *управлении* акционерными предприятиями. Следует формировать соответствующий пакет акций, обеспечивающий участие в работе АО и принятии управленческих решений.

5. Размер *оплаты комиссионных услуг* по приобретению и реализации фондовых активов.

В зависимости от объёма фондовых сделок и ряда других факторов может существенно колебаться размер комиссионных услуг по операциям с отдельными акциями. Так как этот показатель влияет на уровень доходности акций для инвестора, он должен быть учтён при формировании портфеля.

II. При отборе в формируемый портфель ценных бумаг отдельных видов облигаций и сберегательных сертификатов учитываются следующие основные факторы:

1. Тип инвестиционного портфеля, формируемый в соответствии с его целью.

В сравнении с акциями облигации и сберегательные сертификаты являются менее рисковыми ценными бумагами. Поэтому их возможности в формировании агрессивных портфелей ограничены.

При формировании среднерисковых и консервативных портфелей доля этих инструментов может быть достаточно большой.

2. Уровень *ссудного процента* (деPOSITНОЙ ставки) и его тенденция.

Между уровнем ссудного процента и уровнем доходности облигаций и сберегательных сертификатов существует обратная зависимость. Поэтому при формировании портфеля этих фондовых инструментов следует быть уверенным в том, что уровень ссудного процента (деPOSITНОЙ ставки) за период их обращения не возрастет.

3. Необходимость *диверсификации* инструментов портфеля.

Учитывая, что диапазон несистематических (специфических) рисков (т.е. рисков, устраняемых с помощью диверсификации) по этому виду ценных бумаг сравнительно небольшой, диверсификация может быть сведена к формированию портфеля из 3-5 различных инструментов.

4. Необходимость обеспечения высокой *ликвидности* портфеля.

По этому виду активов управление ликвидностью портфеля значительно облегчено чётко ограниченным периодом их обращения с последующим погашением. В связи с этим самым простым вариантом обеспечения высокой ликвидности этого портфеля является его формирование за счёт преимущественно краткосрочных сертификатов. При необходимости обеспечения дополнительных гарантий ликвидности, предпочтение должно отдаваться сберегательным сертификатам, которые элемент обязан выкупить в любое время (правда, с потерей определённого дохода для инвестора).

5. Уровень налогообложения дохода по отдельным фондовым активам.

По облигациям отдельных видов (например, государственным) могут устанавливаться определённые налоговые льготы.

Сформированный с учётом изложенных факторов портфель ценных бумаг должен быть оценён в совокупности по критериям доходности, риска и ликвидности с тем, чтобы убедиться в том, что он по своим параметрам соответствует тому типу портфеля, который определён целями его формирования.

Сформированный портфель ценных бумаг составляется по форме, приведенной в табл. 4.

Итоговые оценочные показатели портфеля ценных бумаг сравниваются по показателям капиталоёмкости, уровня доходности, уровня риска и уровня ликвидности с ранее сформированным портфелем реальных инвестиционных проектов. По результатам такого сравнения инвестиционные ресурсы между этими портфелями могут быть перераспределены для более эффективной реализации целей инвестированного портфеля предприятия в целом.

Тема 7

ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЕКТАМИ

1. Календарный план реализации инвестиционного проекта и принципы его разработки

Успешная реализация сформированного инвестиционного портфеля во многом зависит от своевременной и качественной разработки оперативного плана его осуществления. Такой оперативный план на практике называется календарным планом реализации инвестиционных проектов.

Разработка календарного плана реализации инвестиционных проектов базируется на определённых принципах и осуществляется в определённой последовательности.

1. Принцип пообъектной дифференциации календарного плана предусматривает, что планирование должно осуществляться в разрезе каждого включённого в портфель инвестиционного проекта.

Процесс оперативного планирования реализации проекта основывается на базовых сроках его осуществления и графике потока инвестиций, изложенных в бизнес-плане.

По каждому инвестиционному проекту для его реализации компанией назначается руководитель проекта, который и возглавляет разработку календарного плана, а также несёт персональную ответственность за его уточнение и корректировку.

2. Принцип временной дифференциации календарного плана предусматривает различную степень его детализации во времени и по формам разработки

1) Годовой график реализации проекта является первоначальным и основным документом, отражающим результаты оперативного планирования. При разработке годового графика используется метод сетевого планирования.

По проектам, реализуемым в течение нескольких лет, он охватывает только тот объем работ, который предполагается выполнить в рамках планируемого календарного года. По проектам, реализуемым в рамках одного года, он характеризует последовательность и сроки выполнения проекта в целом.

2,3) Квартальный и месячный планы работ по реализации проекта охватывают их конкретные объёмы в рамках указанных времен-

ных интервалов. Основой их разработки является годовой график реализации инвестиционного проекта с соответствующей последующей детализацией.

4) Декадное задание является формой последующей детализации месячного плана выполнения работ.

3. Принцип функциональной дифференциации календарного плана предусматривает его подразделение на отдельные функциональные части.

1. Подготовка проекта к реализации включает прежде всего план мероприятий по выбору подрядчика (субподрядчиков) и заключению контракта. В состав этого функционального блока входят виды работ: 1) планирование подготовки контракта; 2) выбор претендентов; 3) подготовка и рассылка запросов; 4) получение и обзор предложений; 5) заключение контракта.

Планирование подготовки контракта включает: 1) отбор и анализ информативных данных, связанных с реализуемым инвестиционным проектом; 2) создание вариантов потенциальных контрактных стратегий по проекту; 3) определение контрактной стратегии (анализ альтернатив, график выполнения контрактных работ, процедуры заключения контракта, потенциальные партнёры).

2. Проектно-конструкторские работы при разработке календарного плана предусматриваются только по тем инвестиционным проектам, по которым они не были проведены или завершены при их включении в портфель.

Календарный план этих работ определяет состав и сроки подготовки комплектов рабочих чертежей и спецификаций, анализ и утверждение проектной документации заказчиком.

3. Материально-техническое обеспечение при разработке календарного плана представляется в виде детализированного списка оборудования и материалов со сроками их поставки. Сюда входят следующие виды работ: 1) составление списка потенциальных поставщиков; 2) подготовка ценовых предложений; 3) проведение торгов с поставщиками; 4) доставка закупленного оборудования и материалов.

4. Строительно-монтажные работы: в плане должны быть: 1) сроки начала и окончание каждого вида и этапа работ; 2) динамика использования техники и рабочей силы; 3) динамика использования материалов; 4) работы по проверке и испытанию всех крупных систем инвестиционного проекта.

5. Ввод в эксплуатацию в процессе календарного планирования предусматривает:

1) подготовку персонала для начала эксплуатации объекта; 2) закупку и доставку необходимого сырья и материалов; 3) планирование пуско-наладочных технологических процессов.

6. Освоение проектных мощностей завершает функциональное календарное планирование и включает мероприятия, обеспечивающие выход объекта инвестирования на предусмотренную проектную мощность.

4. Принцип формирования резерва календарного плана состоит в определении допустимого нарушения сроков отдельных включенных в него работ и распределении этого резерва между участниками реализуемого инвестиционного проекта. Каждая работа в календарном плане должна характеризоваться временем, необходимым для его выполнения, сроками начала и окончания работ. Для того, чтобы разрабатываемый календарный план был реальным, планируемое время выполнения отдельных работ должно быть определено с вероятностью не менее 75-80 %. С учётом такой вероятности предусматриваемый резерв должен составлять 10-12 % всего времени календарного плана. Порядок распределения этого резерва времени между участниками проекта должен быть оговорен в контракте.

5. Принцип планирования ответственности и распределения рисков позволяет обеспечить реальность реализации инвестиционного проекта со стороны как заказчика (инвестора), так и подрядчика (исполнителя работ).

С учётом потенциальных зон риска заказчика и подрядчика осуществляется распределение ответственности между ними за выполнение отдельных видов работ календарного плана.

В календарном плане могут быть предусмотрены также мероприятия по внешнему страхованию рисков: а) страхование подрядного строительства; б) страхование перевозок грузов; в) страхование оборудования подрядчика; г) страхование от несчастных случаев и другие.

Внутреннее страхование рисков осуществляется обычно путём создания соответствующих финансовых резервов при разработке бюджетов реализации инвестиционных проектов.

6. Принцип обеспечения постоянного контроля выполнения календарного плана состоит в том, что календарное планирование реализации инвестиционного проекта включает в себя и соответствующую

щий контролирующий блок. Контроль календарного плана выполнения работ может осуществляться в следующих формах: 1) сопоставление показателей календарного плана с фактическими результатами осуществления работ; 2) определение и оценка критического пути.

По результатам контроля выявляются отдельные проблемы, связанные с реализацией проекта и определяются возможности ускорения отдельных видов этих работ с целью приведения к базисному варианту календарного плана. Если таких возможностей нет, а предусмотренный резерв времени недостаточен, необходимо произвести соответствующую корректировку календарного плана с целью обеспечения его реалистичности.

Разработанный с учётом этих принципов и согласований со сторонами календарный план (в графической или табличной формах) рассматривается и утверждается руководителем инвестиционного проекта.

2. Бюджет реализации инвестиционного проекта, его виды и задачи

Эффективность реализации инвестиционного проекта в значительной мере определяется обоснованным планом его финансирования. В практике инвестиционного менеджмента этот финансовый план называется «бюджетом реализации инвестиционного проекта» (или просто «бюджет»).

Бюджет представляет собой оперативный финансовый план краткосрочного периода (до 1 года), отражающий расходы и поступление средств, связанные с реализацией инвестиционного проекта.

Разработка бюджета направлена на решение двух основных задач:

1) Определение объёма и структуры расходов по реализации инвестиционного проекта в разрезе отдельных этапов календарного плана.

2) Обеспечение необходимого для покрытия этих расходов потока инвестиционных ресурсов в рамках общего объёма средств, предназначенных для финансирования реализации инвестиционного проекта.

Исходными предпосылками для разработки бюджета реализации инвестиционного проекта являются:

- а) календарный план реализации инвестиционного проекта;

б) сметы затрат на выполнение отдельных видов работ и приобретение сырья, материалов, механизмов и оборудования, разработанные в разрезе отдельных функциональных блоков календарного плана;

в) общая стратегия финансирования инвестиционного проекта;

г) предварительный график инвестиционного потока, составленный на этапе разработки бизнес-плана проекта;

д) финансовые состояния инвестора в текущем периоде.

В процессе реализации инвестиционного проекта в зависимости от стадий инвестиционного процесса могут разрабатываться два вида бюджетов:

1) Бюджет капитальных затрат и поступлений средств (для краткости – капитальный бюджет).

Этот бюджет разрабатывается на этапе осуществления строительно-монтажных работ, связанных с новым строительством, расширением, реконструкцией и техническим перевооружением объекта.

2. Бюджет текущих денежных расходов и доходов (для краткости – текущий бюджет). Этот бюджет разрабатывается на этапе эксплуатации объекта инвестирования (после ввода его в эксплуатацию). Аналогом этого бюджета является финансовый план денежных доходов и расходов.

3. Особенности разработки капитального бюджета реализации инвестиционного проекта

Капитальный бюджет реализации инвестиционного проекта состоит из 2-х разделов: 1) капитальные затраты; 2) поступление средств (инвестиционных ресурсов).

Капитальные затраты представляют собой затраты на приобретение долгосрочных активов, функционирующих на протяжении продолжительного периода с постепенной амортизацией стоимости. К капитальным затратам относят: первоначальную стоимость введенных в строй зданий и сооружений (или поэтапные расходы по их сооружению); стоимость новых видов машин и механизмов; приобретаемого оборудования и инвентаря (кроме малоценного и быстроизнашивающегося); стоимость приобретаемых нематериальных активов (патентов, лицензий, «ноу-хау» и т.п.), подлежащих постепенному списанию и т.п.

Целью планирования капитальных затрат является обеспечение реализации инвестиционного проекта в предусматриваемых строительных объёмах, уровне технологии и технического оснащения при избежании излишнего объёма этих затрат, не связанных с ближайшей производственной деятельностью реализуемого инвестиционного объекта.

Так как объём и структура капитальных затрат предварительно определяются ещё на стадии обоснования бизнес-плана инвестиционного проекта, то расчёты этих затрат при разработке бюджета сводятся к четырёх процедурам:

1) Вычленение из общего объёма капитальных затрат, определённых бизнес-планом, той их доли, которая относится к рассматриваемому текущему периоду (если продолжительность реализации инвестиционного проекта превышает один год).

2) Уточнение объёма капитальных затрат текущего периода в соответствии с современными требованиями научно-технического прогресса и коррективами, внесёнными подрядчиком (и согласованными с заказчиком) в технологию выполнения работ.

3) Уточнение объёма и структуры капитальных затрат в связи с изменением цен в отчётном периоде. Капитальные затраты отражаются обычно в ценах на начало бюджетного периода в настоящей стоимости. Для того, чтобы в максимальной степени учесть влияние фактора инфляции, объём капитальных затрат в национальной валюте пересчитывается в одну из твёрдых иностранных валют по действующему курсу Национального банка.

4) Уточнение первоначального объёма капитальных затрат с учётом резерва финансовых средств, предусмотренного в контракте с подрядчиком на покрытие непредвиденных расходов (внутреннее страхование рисков). Объём этого резерва при планировании бюджета должен определяться с учётом только тех категорий затрат, которые вошли в первоначальную оценку рисков.

Поступление средств при разработке капитального бюджета включает планируемый поток инвестиционных ресурсов в разрезе отдельных источников:

1) собственных средств инвестора (прибыли, амортизационных отчислений, дохода от реализации выбывающего имущества и т.п.); 2) привлечённого паевого или акционерного капитала, кредитов банка, лизинга, селенга и т.п.

Процесс разработки этого раздела бюджета предусматривает обычно следующие основные процедуры:

1) Уточнение общего объёма поступлений средств. Этот показатель должен корреспондировать с показателем общего объёма капитальных затрат по первому разделу бюджета.

2) Уточнения структуры источников поступления средств. Превышение первоначально предусмотренного бизнес-планом объёма поступления средств должно быть по возможности обеспечено за счёт собственных ресурсов и таких форм финансирования инвестиций, как лизинг и селенг.

3) Обеспечение стыковки объёма поступления средств по отдельным периодам формирования приходных статей бюджета с объёмом капитальных затрат в соответствующих периодах. Поток инвестиционных ресурсов должен совпадать по времени с потоком капитальных затрат.

Так же как и календарный план, капитальный бюджет разрабатывается первоначально на планируемый год в разрезе кварталов, а затем – по каждому предстоящему кварталу в разрезе месяцев. По срокам планирования капитальный бюджет подразделяется на годовой, квартальный и месячный (таблица 3).

4. Особенности разработки текущего бюджета реализации инвестиционного проекта

Текущий бюджет реализации инвестиционного проекта состоит из двух разделов: 1) текущие расходы; 2) доходы от текущей деятельности.

Основной целью разработки этого бюджета по введенному в эксплуатацию объекту инвестирования является определение суммы денежного потока (cash flow), остающегося в распоряжении инвестора для возмещения инвестиционных затрат.

Текущие расходы эксплуатируемого объекта представляют собой его издержки производства или обращения.

Форма капитального бюджета реализации инвестиционного проекта представлена в таблице 3.

**Форма капитального бюджета реализации
инвестиционного проекта**

Показатели	В целом	В т.ч. по отдельным периодам (кварталам, месяцам)		
		I	II	и т.д.
I Капитальные затраты 1. Строительство или приобретение зданий и сооружений 2. Приобретение машин и механизмов 3. Приобретение оборудования и инвентаря (кроме малоценного и быстроизнашивающегося) 4. Приобретение нематериальных активов 5. Прочие виды капитальных затрат 6. Налоговые и другие обязательные платежи 7. Резерв капитальных затрат Итого: затраты средств				
II Источники поступления средств 1. Собственные средства инвестора, направляемые на финансирование капитальных затрат по инвестиционному проекту 2. Привлекаемый паевой капитал 3. Привлекаемый акционерный капитал 4. Лизинг и селенг 5. Эмиссия облигаций 6. Кредиты банков 7. Прочие источники привлечения Итого: поступление средств				
III Сальдо затрат и поступления средств				

Текущие затраты, включаемые в состав себестоимости продукции (работ, услуг) группируются в соответствии с их экономическим содержанием в разрезе таких элементов:

а) материальные затраты (стоимость потреблённых сырья и материалов, спецодежды и обуви, топлива и энергоресурсов, затраты средств на ремонт и эксплуатацию основных фондов, а также потери материальных ценностей в пределах норм естественной убыли;

б) расходы на оплату труда;

в) отчисления на социальные мероприятия (социальное страхование, пенсионный фонд);

г) амортизация основных фондов;

д) прочие расходы.

Текущие доходы эксплуатируемого объекта формируются в основном за счёт реализации продукции (работ, услуг).

При разработке как капитального, так и текущего бюджетов может быть использован метод «гибкого бюджета». Он предусматривает установление планируемых капитальных или текущих затрат не в твёрдо фиксируемых суммах, а в виде норматива расходов, «привязанных» к соответствующим объёмным показателям деятельности. По инвестиционному циклу, связанному со строительством объекта, таким показателем может быть объём строительно-монтажных работ. На стадии эксплуатации объекта аналогичным показателем может выступать объём выпуска или реализации продукции (товаров, услуг). Рассматриваемый метод разработки бюджета позволяет обеспечивать его автоматическую корректировку в зависимости от реального объёма деятельности.

В процессе использования метода «гибкого бюджета» все виды затрат группируются в разрезе постоянных и переменных статей. По объёму постоянных затрат норматив доводится в виде абсолютной суммы расходов на предстоящий период. По переменным затратам норматив устанавливается в виде их уровня в процентах к объёму соответствующей основной деятельности.

При использовании этого метода разработки бюджета реализации инвестиционных программ должен быть предусмотрен определённый резерв инвестиционных ресурсов на возможное превышение объёма капитальных затрат (при ускорении строительно-монтажных работ). Аналогичное превышение объёма текущих затрат (при увеличении объёма реализации продукции), как правило, покрывается возрастающим при этом объёмом доходов, поэтому формирования резервов здесь не требуется.

Тема 8 ПРЕДИНВЕСТИЦИОННАЯ ФАЗА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

1. Общая характеристика и содержание прединвестиционных исследований

Инвестиционный проект при его осуществлении проходит три фазы: прединвестиционную, инвестиционную и эксплуатационную. Каждая из этих фаз, в свою очередь, делится на этапы и виды работ по осуществлению проекта.

В прединвестиционной фазе имеют место несколько последовательных и параллельных видов деятельности, которые частично распространяются и на следующую (инвестиционную) фазу. Деление прединвестиционной фазы на этапы не позволяет действовать от идеи проекта до его завершения без поэтапной проверки жизнеспособности инвестиционного проекта и рассмотрения альтернативных решений по его осуществлению с обязательной оценкой и обоснованием разработанных предложений. Все виды данных работ можно сгруппировать в два параллельных и взаимосвязанных направления:

- разработка инвестиционного проекта, начиная от определения инвестиционной идеи и заканчивая принятием решения об источниках и условиях его финансирования;
- обоснование инвестиций в конкретный проект, в том числе исследования условий и оценка возможных результатов проекта до начала его осуществления на всех этапах его определения (разработки), обоснования и оценки.

Началом прединвестиционной стадии служат исследования возможностей. Такие исследования включают оценку общих инвестиционных возможностей и возможностей конкретного инвестиционного проекта. Как только исследования возможностей определили надежные признаки жизнеспособной идеи инвестиционного проекта, начинаются этапы содействия инвестициям и планирования их осуществления. Эта деятельность связана с формулированием и осуществлением конкретного проекта, включая разработку концепции и предварительную оценку проекта, проведение технико-экономических исследований и оценку ожидаемой выгоды от его осуществления.

Термин «прединвестиционные исследования» используется для определения совокупности работ прединвестиционной фазы, которые включают: исследование возможностей, технико-экономические исследования, оценочные исследования. Каждый вид исследования проводится с определенной целью и предусматривает проведение соответствующих работ.

Прединвестиционные исследования обеспечивают поэтапное снятие неопределенности о будущих результатах и выгодах проекта в процессе его разработки, оценки и обоснования его жизнеспособности и выгоды до уровня, позволяющего принять инвестиционное решение в пользу рассматриваемого проекта или сделать вывод о его нежизнеспособности.

Успех инвестиционного проекта зависит в первую очередь от маркетинговых, технологических, финансовых и экономических решений и их интерпретации. Возникающие расходы по проведению исследований и обоснованию инвестиций не должны быть препятствием для соответствующей экспертизы и оценки проекта в прединвестиционной фазе, поскольку это может сэкономить значительные средства при реализации инвестиционной и эксплуатационной фаз. При этом следует исходить из того, что в случае отрицательных результатов исследований и оценки проекта этот этап работ дает возможность избежать более серьезных потерь в будущем, связанных с расходом ограниченных ресурсов при реализации нежизнеспособного проекта.

К общим вопросам прединвестиционных исследований относятся рамки проекта, оценка непредвиденных расходов и инфляции, стоимость и финансирование прединвестиционных исследований.

Понятие «рамки проекта» включает все виды деятельности, которые должны быть реализованы для выполнения проекта. Должны быть учтены дополнительные операции, связанные с производством, использованием природных ресурсов, обеспечением экологической безопасности проекта, развитием транспортного и складского хозяйства, которые могут расширить рамки проекта и потребовать дополнительные ресурсы для его осуществления.

Анализ и учет непредвиденных расходов и инфляции являются обязательной процедурой прединвестиционных исследований и методологии управления проектами в целом. Непредвиденные материальные затраты могут возникнуть по причине неточного определения (прогноза) объемов продаж, необходимого сырья и материалов и т.п.

Стоимость и финансирование прединвестиционных исследований по конкретному проекту определяется такими факторами как важность и характер проекта, тип, масштаб и глубина конкретного прединвестиционного исследования, а также усилия, необходимые для сбора и оценки требуемой информации.

Финансирование работ по проведению прединвестиционных исследований обычно осуществляется заказчиком или инициатором проекта за счет собственных средств с возмещением затрат в составе предпроектных расходов после принятия инвестиционного решения по проекту.

2. Исследование инвестиционных возможностей

Исследования инвестиционных возможностей связаны с определением и оценкой общих инвестиционных возможностей страны, региона, отрасли, создающих определенную привлекательность для инвесторов. Эти возможности в процессе исследования оцениваются и идентифицируются с определенной инвестиционной идеей, которая уточняется в рамках исследования условий осуществления этой идеи в виде конкретного инвестиционного замысла проекта.

Определение инвестиционных возможностей является отправной точкой деятельности, связанной с инвестированием. При положительном решении о наличии инвестиционных возможностей проводимые исследования могут стать началом мобилизации инвестиционных средств потенциальных инвесторов в конкретный инвестиционный проект.

Формирование инвестиционных возможностей проводится на основе анализа прогнозов экономического и социального развития страны, региона и конкретных отраслей экономики. При формировании информации по результатам проводимых исследований для идентификации конкретного инвестиционного проекта с новыми возможностями используются подходы к оценке таких возможностей на уровне сектора экономики и на уровне предприятия. Потенциальные инвесторы заинтересованы в получении объективной информации о вновь открытых или открывающихся инвестиционных возможностях, которые выгодно отличались бы от предложений существующего рынка инвестиций более высокой прибыльностью или иными преимуществами.

Исследования возможностей являются главным инструментом, используемым при количественной оценке информации, которая требуется для развития идеи проекта в конкретное инвестиционное предложение. Исследования возможностей делятся на исследования общих возможностей и исследования возможностей конкретного проекта. При исследовании возможностей анализируется широкий круг вопросов, определяющих инвестиционную привлекательность соответствующих секторов экономики или отдельных предприятий.

Прежде всего должны быть оценены природные ресурсы, пригодные для переработки, существующая структура сельскохозяйственного производства для отраслей, промышленности, базирующихся на продукции сельского хозяйства, сектора обрабатывающей промышленности, успешно функционирующие в других странах с аналогичной экономической базой, сопоставимыми уровнями развития финансовых, трудовых и природных ресурсов. Большое значение имеет прогноз будущего спроса на потребительские товары.

Важное значение для оценки инвестиционных возможностей имеют техническая и инвестиционная политика государства, региона, отрасли, общий инвестиционный климат и инвестиционная привлекательность.

Конечной целью проводимых исследований является идентификация общих инвестиционных возможностей с идеей конкретного проекта. Идея проекта дополнительно анализируется в рамках исследований конкретного проекта для превращения ее в конкретный инвестиционный замысел, включающий предварительные цели и возможные варианты их достижения. Глубина этих исследований должна быть достаточной, чтобы сформулировать инвестиционные предложения, позволяющие заинтересовать инвестора. Успех инвестиционных возможностей во многом определяется заинтересованностью и соответствующей организацией работ по привлечению инвестиций в страну, регион, отрасль и на конкретное предприятие путем создания необходимых условий, способствующих развитию инвестиционной деятельности и формированию информационной базы по конкретным проектам для инвесторов.

По результатам изучения и анализа прогнозов и других данных формулируются предварительные цели и соответствующие стратегии инвестиционного проекта, определяющие его направленность и масштабы, в том числе показатели возможных новых или расширения существующих производственных мощностей.

Для возможного проекта определяются размеры необходимых инвестиций, связанные с капитальными затратами (земля, технология, оборудование, гражданское строительство), предпроизводственными расходами и потребностями в оборотном капитале.

После оценки требуемых инвестиций определяются потребности в основных ресурсах, необходимых для осуществления проекта. Следует также оценить потребность в рабочей силе с учетом квалификационных требований. Должны быть оценены издержки производства и годовые поступления от продаж на весь период планирования, учтены организационные и другие аспекты осуществления проекта применительно к рассматриваемому региону, отрасли.

При принятии решений о целесообразности продолжения работ по предлагаемому проекту должны быть оценены общие экономические выгоды, которые будут способствовать развитию экономики страны, региона, отрасли и одновременно будут оказывать благоприятное влияние на осуществление проекта в рассматриваемой среде и условиях.

3. Предварительное технико-экономическое обоснование инвестиционного проекта

Общий подход и этапы технико-экономических исследований. Инвестиционная идея, определенная по результатам исследования возможностей и сформулированная в виде конкретного проекта, должна быть детально проработана на стадии более подробных технико-экономических исследований.

Технико-экономические исследования проводятся в объеме, позволяющем принять обоснованное решение по инвестированию проекта с учетом получения определенной выгоды при его осуществлении. Учитывая большой объем таких исследований, этот процесс является длительным и дорогостоящим. Исходя из этого, считается оправданным технико-экономические исследования проводить поэтапно, наращивая объем и детализацию исследований и соответственно увеличивая затраты на обоснование инвестиций по мере появления уверенности в целесообразности продолжения работ по проекту. Основными этапами проводимых исследований являются предварительное технико-экономическое обоснование (ПТЭО), исследования обеспечения (называемые также функциональными исследованиями) и детальное технико-экономическое обоснование

(ТЭО). Исследования обеспечения составляют часть ТЭО и уменьшают его трудоемкость. Они проводятся обычно после завершения ПТЭО по конкретным проблемам, которые могут помешать осуществлению проекта и требуют детального анализа для принятия решения о целесообразности дальнейших работ по проекту.

Исследования в рамках предварительного ТЭО должны включать рассмотрение всех возможных альтернатив проекта и оценку его концепции.

При проведении предварительного ТЭО должны быть рассмотрены все положения проекта, имеющие принципиальное значение для его осуществимости в планируемые сроки, и выявлены его параметры и характеристики для глубокого изучения до окончательной оценки жизнеспособности проекта в рамках детального ТЭО.

Важной составной частью предварительных ТЭО является оценка экологической ситуации на участке планируемого строительства и потенциального воздействия на нее предполагаемого производственного процесса рассматриваемого проекта в соответствии с национальными стандартами. Данная оценка является предварительной и должна уточняться на последующих этапах технико-экономических исследований проекта (исследования обеспечения и детальное ТЭО).

В рамках предварительного ТЭО предусматривается проведение исследований по всем аспектам осуществления проекта. При этом до начала таких исследований необходимо определить исходные позиции проекта, включая его инициаторов и спонсоров, историю возникновения идеи проекта и объем проведенных к этому времени исследований, их стоимость и основные полученные результаты.

Отличительной особенностью предварительного ТЭО является анализ возможно большего числа альтернатив различных элементов и проекта в целом, так как выполнение такого анализа на стадии детального ТЭО было бы слишком дорогим и длительным. При принятии инвестиционных решений, связанных с рассмотрением вариантов и выбором наиболее жизнеспособного из них, предварительное ТЭО должно включать следующие направления исследований:

- стратегии и рамки проекта;
- анализ рынка и определение концепции маркетинга;
- материальные ресурсы для осуществления проекта;

— выбор месторасположения и участка, анализ воздействия проекта на окружающую среду и обеспечение экологической безопасности;

— инженерное проектирование, включая выбор технологии и оборудования для обеспечения производства;

— определение организации работ по осуществлению проекта. Оценка накладных расходов при реализации проекта;

— обеспечение осуществления проекта необходимыми трудовыми ресурсами;

— оптимизацию графика работ и бюджета проект;

— финансовый анализ и оценка эффективности проекта;

— оценку рисков и устойчивости проекта к основным факторам неопределенности.

Указанные направления исследований в большинстве случаев являются определяющими для оценки жизнеспособности и эффективности конкретного проекта при его осуществлении. Поэтому в условиях ограничений при проведении предварительного ТЭО (по глубине и объему проводимых исследований) оценка возможных вариантов осуществления проекта и его основных аспектов, как правило, является предварительной и должна дать главный ответ: отказаться от того или иного варианта и проекта в целом или продолжить исследования при обнаружении признаков его жизнеспособности.

В рамках предварительного ТЭО помимо отбора предпочтительных вариантов при принятии решения о продолжении работ по проекту должны быть сформулированы конкретные проблемы для более детального изучения и анализа. Такие исследования выбранного варианта (вариантов) должны быть продолжены в рамках исследований обеспечения и детального ТЭО. При этом влияние ключевых факторов выделенных проблем на выбор наиболее жизнеспособного варианта должно быть оценено с финансовой и экономической точек зрения.

Общие требования к проведению предварительного ТЭО заключаются в том, что оно должно проводиться в объеме, обеспечивающем возможность принятия обоснованного решения по продолжению или прекращению работ над инвестиционным проектом.

По результатам ПТЭО могут быть приняты следующие решения:

— положительное решение об инвестировании в оцениваемый проект, так как инвестиционные возможности являются настолько

привлекательными и многообещающими, что достаточно информации и оценок предварительного обоснования (ПТЭО) для принятия решения;

— уверенное определение достаточной привлекательности проекта, чтобы заинтересовать конкретного инвестора (или группу инвесторов) в его дальнейшем рассмотрении с учетом более глубоких исследований;

— определение ключевых проблем проекта, имеющих решающее значение для его осуществления и эффективности, с целью обязательного их изучения и детального анализа в рамках дополнительных исследований обеспечения (функциональных исследований). Положительное или отрицательное инвестиционное решение о продолжении работ по проекту и проведении детального ТЭО принимается в этом случае после проведения исследований обеспечения;

— уверенное определение нежизнеспособности проекта и принятие решения о прекращении работ по нему.

Хорошо и всесторонне выполненные исследования возможностей в ряде случаев могут служить достаточным обоснованием для отбора вариантов проекта и проведения детальных исследований без этапа предварительного ТЭО. Такое сокращение исследований возможно только для инвесторов, которые обладают полным знанием проекта и условий его осуществления. Однако, если экономическая сторона проекта (его окупаемость и возвратность кредитных ресурсов в определенные сроки) при формировании инвестиционного предложения вызывает сомнения, то обязательно проводится предварительное ТЭО. Сокращенные исследования могут применяться для выявления второстепенных, но не основных статей инвестиционных и производственных издержек. Последние должны определяться только на основе надежных источников.

В целом предварительное ТЭО следует рассматривать как промежуточную стадию между исследованием возможностей проекта и детальным ТЭО. Его структура должна быть такой же, как и структура детального ТЭО. Различие заключается в детализации получаемой информации и глубине рассмотрения вариантов проекта и отдельных аспектов его осуществления с учетом дополнительного проведения функциональных исследований (исследований обеспечения) по конкретным проблемам.

Результаты предварительного ТЭО оформляются в виде бизнес-плана, сопровождающего и обосновывающего разработанные инвестиционные предложения и концепцию проекта.

Исследования обеспечения, называемые также функциональными исследованиями, охватывают определенные критические характеристики и положения инвестиционного проекта. Спектр таких исследований и их глубина определяются особенностями конкретного проекта. Примерами исследований обеспечения могут быть:

— исследования рынка предполагаемой продукции, включая прогнозирование спроса и его динамики;

— исследования сырья, основных и вспомогательных производственных материалов, охватывающих имеющиеся и прогнозируемые тенденции в области изменения цен на такие материалы и ресурсы;

— лабораторные испытания образцов промышленной продукции для определения пригодности конкретных видов сырья, материалов или продукции. Испытания проводятся по мере необходимости;

— исследования месторасположения и участка размещения проекта, особенно в отношении тех потенциальных проектов, для которых транспортные издержки могут оказаться важным фактором рентабельности и конкурентоспособности продукции (услуг);

— оценка воздействия на окружающую среду, включая анализ существующих условий в регионе предполагаемого размещения предприятия (производимые в настоящее время выбросы отходов и потенциальные способы транспортировки загрязняющих веществ), возможность внедрения малоотходных технологий или технологий для защиты окружающей среды, альтернативных вариантов размещения производства и использования альтернативных видов сырья, основных и вспомогательных материалов. Анализ экологической обстановки должен проводиться в обязательном порядке для проектов, связанных с химическим, целлюлозно-бумажным, нефтеочистительным и металлургическим производствами, а также при строительстве электростанций и других объектов, в результате эксплуатации которых получают вредные для экологии отходы и выбросы;

— анализ и оптимизация масштабов производства, которые проводятся обычно как часть исследований по выбору технологии. Принципиальной задачей исследований является выбор экономичного размера производства в результате рассмотрения альтернативных технологий, инвестиционных и производственных издержек и цен.

Как правило, анализируются различные варианты производственных мощностей и широкий спектр характеристик разрабатываемого проекта с учетом обеспечения рентабельности и окупаемости проекта в пределах установленных ограничений;

— исследования по обоснованию выбора оборудования проводятся, если планируются крупные и (или) альтернативные варианты поставки оборудования по различным ценам и характеристикам в диапазоне требований заказчика. Заказ выбранного оборудования, включая подготовку объявлений о тендерах, оценку предложений, заключение контрактов и поставку проводят в инвестиционной фазе проекта;

— исследования по проектированию и строительству предусматривают оценку работ по гражданскому строительству, связанных с проектом, в силу того, что они могут существенно различаться в зависимости от выбора участка для строительства и других местных условий. Исследования включают оценку и анализ работ по подготовке и освоению участка, возведение зданий и сооружений, строительные работы, связанные с коммунальными услугами, транспортом, удалением выбросов и сточных вод, внутренними дорогами, системой охраны и другими сооружениями для предприятия, реализующего проект.

Содержание исследований обеспечения варьируется в широких пределах в зависимости от вида и характера проекта.

Непременным требованием к проведению исследований обеспечения (независимо от их направленности и содержания) является то, что выводы таких исследований должны быть ясными и определенными, чтобы служить основой для последующей стадии подготовки проекта.

Исследования обеспечения могут проводиться до или в период ТЭО. Например, когда основные вводимые ресурсы могут оказаться решающим фактором при определении жизнеспособности проекта, исследования обеспечения проводятся до стадий ПТЭО и ТЭО. Если более тщательное изучение конкретной проблемы необходимо для определения возможного результата проекта (конкретного выпуска продукции) и входит в технико-экономическое обоснование, то исследования обеспечения проводятся одновременно с ПТЭО или ТЭО. Обычно они проводятся по выявленным (сформулированным) проблемам. Результаты этих исследований используются в качестве исходных данных и предпосылок при проведении ПТЭО и ТЭО (осо-

бенно в случае крупномасштабных инвестиционных предложений). Когда исследования обеспечения проводятся до или одновременно с разработкой ТЭО (предварительного и детального), они составляют неотъемлемую часть последнего.

Исследования обеспечения могут проводиться также после завершения ТЭО, когда в процессе его разработки обнаруживается целесообразность более детального определения конкретного аспекта проекта, хотя предварительная оценка, как элемент принятия решения, может начаться ранее.

Технико-экономическое обоснование (детальное ТЭО) должно дать всю необходимую информацию для принятия решения об инвестировании в проект.

Коммерческие, технические, финансовые, экономические и экологические предпосылки для инвестиционного проекта должны быть определены и практически оценены на основе альтернативных решений, уже рассмотренных на стадии ПТЭО, и исследований обеспечения. Базой для проведения ТЭО является проект, условия и цели которого были окончательно сформулированы по результатам проведенного предварительного ТЭО и конкретных исследований обеспечения.

Основные компоненты ТЭО определяют направления исследований в его рамках, структура которых аналогична предварительным ТЭО. Отличительная особенность исследований в рамках детального ТЭО заключается в более глубоком и всестороннем рассмотрении одного (наиболее жизнеспособного) варианта проекта и уточнении его характеристик с учетом принятия решений по результатам исследований обеспечения. Оценки затрат и результатов (выгод) осуществления рассматриваемого проекта должны быть оценены в преимущественных условиях неопределенности и рисков.

Для проведения детального ТЭО должны быть определены:

- прогнозируемые объемы продаж;
- возможные варианты стратегии маркетинга;
- желаемая и достижимая доля рынка;
- производственная программа и необходимые произведенные мощности;
- имеющиеся (или закупаемые по импорту) сырье и материалы для производства;
- технология и оборудование;

— местоположение предприятия, реализующего проект, и участков строительства;

— воздействие производства на окружающую среду и необходимые меры экологической безопасности проекта.

При проведении детального ТЭО используются и другие результаты инженерного проектирования и проведенных исследований по проекту.

Ключевые элементы ТЭО, формирующие его содержание, включают: определение стратегии проекта и концепции маркетинга; выбор и обоснование технологии и оборудования для осуществления проекта, оценку затрат на их приобретение; определение организационных вопросов и оценку необходимых трудовых ресурсов для осуществления проекта; финансовый анализ и оценку проекта; оценку основных факторов неопределенности и рисков по проекту, его устойчивости к этим факторам и безубыточности.

Определение стратегии проекта и концепции маркетинга проводится в рамках маркетингового исследования по проекту. Концептуальными вопросами разработки стратегии проекта являются определение программы продаж (по годам осуществления проекта), потребляемых материальных ресурсов, программы и мощности производства, а также географический аспект реализации проекта и конкретные стратегии конкуренции на целевом рынке. Концепция маркетинга содержит стратегические и оперативные аспекты, включая цели и стратегии маркетинга, инструменты, план и бюджет маркетинга.

Выбор и обоснование технологии и оборудования для осуществления проекта проводятся в рамках инженерного проектирования и исследований обеспечения применительно к планируемой производственной программе и производственной мощности. Учет и оценка возможных альтернатив, их стоимости и условий поставки (передачи) проводится в рамках соответствующих исследований обеспечения. После окончательного выбора технологии и необходимого оборудования осуществляется проектирование производственного (технологического) процесса и производства в целом. По результатам проектирования производства в рамках ТЭО оцениваются необходимые капиталовложения в гражданское строительство с учетом местоположения и участка строительства предприятия, реализующего проект. Также учитываются результаты оценки воздействия производства на окружающую среду и необходимые меры

обеспечения экологической безопасности проекта. Детальное ТЭО должно содержать подробный и реалистичский анализ оценки затрат и выгод от воздействия инвестиционного проекта на окружающую среду.

Определение организационных вопросов и трудовых ресурсов для его осуществления проводится в рамках организационного проектирования проекта. При выполнении ТЭО оцениваются затраты на организацию и управление производственно-сбытовой деятельностью по проекту, включая определение уровня накладных расходов и стоимости трудовых ресурсов с учетом необходимого обучения персонала.

Финансовый анализ и оценка проекта включает определение объема необходимых инвестиций в основной капитал, капиталовложения в основные фонды, чистый оборотный капитал и предпроизводственные расходы, оценку затрат на проданную продукцию и затраты на маркетинг при осуществлении проекта. Оценка затрат, результатов и показателей эффективности осуществления проекта при проведении финансового анализа проводится с использованием моделей потоков реальных денег, потоков доходов и проектируемого баланса.

Оценка основных факторов неопределенности и рисков по проекту, его устойчивости и безубыточности проводится на заключительном этапе финансового анализа.

ТЭО должно включать определение всех факторов коммерческого, технического, предпринимательского и других рисков.

Если слабые места обнаружались на предыдущих стадиях и (или) прибыльность проекта вызывает сомнения, необходимо более тщательно проверить наиболее чувствительные параметры проекта (размер рынка, производственная программа, объем продаж, цены на материалы и сырье, цены на продукцию по проекту, выбор оборудования и др.). В рамках ТЭО следует искать лучшие стратегии управления рисками, чтобы повышать вероятность осуществления проекта.

ТЭО должно учитывать имеющиеся производственные факторы, возможности местного рынка (или другого, на который ориентируется конкретный проект), а также условия производства с учетом факторов конкретной среды, в которой будет осуществляться проект.

Тема 9 СПЕЦИФИКА РАЗРАБОТКИ БИЗНЕС-ПЛАНА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

1. Цели, задачи, принципы и подходы к разработке бизнес-планов инвестиционных проектов

Бизнес-план оценивает перспективную ситуацию как внутри предприятия, так и вне его. Он помогает координировать деятельность партнеров на рынке, заставляет постоянно отслеживать действия конкурентов и решать множество других внешних и внутренних задач. Таким образом, правильно разработанный план дает возможность:

- объективно оценить проект;
- помочь в эффективном управлении предприятием и его успешном функционировании;
- понять замысел предпринимателя и создать основу для привлечения финансовых ресурсов.

Примерный перечень задач, решаемых в процессе бизнес-планирования, можно сформулировать следующим образом:

- оценка возможностей предприятия, его сильных и слабых сторон;
- формулирование и разработка целей деятельности на определенный период;
- изучение рынков деятельности предприятия;
- определение степени его конкурентоспособности;
- разработка различных типов маркетинговых стратегий;
- обоснование ценовой политики и тактики;
- выбор наиболее эффективного варианта реализации проекта из всех имеющихся альтернатив;
- оценка вероятности наступления событий, способных изменить ход реализации проекта.

Государственные коммерческие организации и коммерческие организации с долей государства должны составлять:

- прогнозы развития коммерческих организаций на пять лет,
- бизнес-планы их развития на год,

– при проведении модернизации или реконструкции действующего производства, а также создании нового производства - бизнес-планы инвестиционных проектов.

Бизнес-план инвестиционного проекта (далее – бизнес-план) разрабатывается в случаях обоснования:

- возможности привлечения организацией инвестиций в основной капитал, долгосрочных кредитов, займов;
- целесообразности оказания организации, реализующей инвестиционный проект, мер государственной поддержки.

В иных случаях разработка бизнес-плана осуществляется по решению руководителя организации, реализующей инвестиционный проект, либо органа управления, в ведении которого находится (в состав которого входит) организация.

Общие требования к подготовке бизнес-плана:

- бизнес-план составляется с учетом специфики текущей (операционной), инвестиционной и финансовой деятельности организации;
- в случае реализации проекта в действующей организации финансово-экономические расчеты осуществляются в двух вариантах: с учетом реализации проекта и без учета реализации проекта;
- каждый раздел формируется на основании достоверных исходных данных, подтвержденных исследованиями и оформленными соответствующими документами;
- отдельными приложениями к бизнес-плану оформляются документы, подтверждающие исходные и другие данные, используемые в бизнес-плане (копии контрактных и предконтрактных, учредительных и отчетных документов, материалов аудиторской проверки и другие документы).

При этом в случае реализации проекта в действующей организации, финансово-экономические расчеты бизнес-плана осуществляются в целом по организации с учетом реализации проекта.

При разработке бизнес-плана рекомендуется соблюдать следующие принципы и подходы:

- при выполнении финансово-экономических расчетов бизнес-плана использовать методы имитационного моделирования и дисконтирования, позволяющие оценивать влияние изменения исходных параметров проекта на его эффективность и реализуемость;

– при решении вопроса о новом строительстве учитывать проведенные в рамках обоснования инвестиций альтернативные расчеты и обоснования возможного размещения производства;

– для проектов, реализуемых с участием средств или предоставлением преференций государства, выполнять расчеты налогов, сборов и платежей в бюджет и внебюджетные фонды без предоставления льгот и при предоставлении льгот, а также выпадающих доходов государства и сроков окупаемости государственной поддержки;

– составлять бизнес-план на весь срок реализации инвестиционного проекта (далее – горизонт расчета). Как правило, горизонт расчета должен охватывать срок возврата заемных средств плюс 1 год. В случае если для реализации проекта не предусматривается привлечение заемных средств, допускается установление другого обоснованного горизонта расчета;

– шаг отображения информации в таблицах, представляемых в органы управления, принимать равным 1 году;

– расчеты бизнес-плана проекта, для реализации которого требуются средства в свободно конвертируемой валюте, приводятся в условных единицах, в остальных случаях – в условных единицах или белорусских рублях (в текущих ценах без учета инфляции). За условную единицу принимается, как правило, 1 доллар США или другая свободно конвертируемая валюта.

При подготовке бизнес-плана необходимо учитывать и то обстоятельство, что первое мнение его пользователей складывается еще до изучения содержательной стороны — на основе восприятия внешнего вида бизнес-плана. Поэтому умение грамотно построить и оформить бизнес-план имеет немаловажное значение.

В этом отношении практика бизнес-планирования выработала ряд основных правил оформления бизнес-плана, которых целесообразно придерживаться.

Бизнес-план должен хорошо читаться, быть выверенным и аккуратно отпечатанным. Писать надо просто и ясно, избегать попыток высказывать слишком много идей в одной фразе, излагать свои мысли так, чтобы каждое последующее предложение было логически связано с предыдущим, не злоупотреблять эпитетами. В бизнес-плане лучше представить только те сведения, которые обязательно должны быть сообщены, и сократить все второстепенное. В то же время оформление бизнес-плана не должно переходить рамки разумного делопроизводства, так как пользователи предпочитают избегать дел с

лицами, для которых оформление документа имеет более важное значение, чем его содержание.

Наличие в бизнес-плане значительного количества расчетов, таблиц и графиков, не содержащих пояснений и комментариев, не оказывает эффекта на принятие положительного решения пользователями и инвесторами по поддержке проекта.

При разработке бизнес-плана лучше избегать чрезмерной детализации предполагаемых финансовых результатов деятельности на отдаленные периоды. В тех случаях, когда указываются перспективные ежемесячные прогнозы с большой точностью, у инвесторов зарождаются вполне обоснованные подозрения, что руководители малоопытны и проект обречен на неудачу.

1 Отрицательное впечатление производит бизнес-план, в котором предусматриваются высокие оклады служащих, что, по сложившемуся мнению, свидетельствует о желании работников сразу получать большие деньги, а не работать над достижением конечной цели.

2 Размер бизнес-плана должен соотноситься с важностью и сложностью разрабатываемой идеи. Если несложную и некапиталоемкую идею обосновывает большой по размерам бизнес-план, то это зарождает у инвесторов подозрение, что руководители нечетко представляют себе способы ее реализации или не могут сфокусироваться на разработке конкретной идеи.

3 При написании бизнес-плана большое внимание следует уделить оформлению титульного листа. Титульный лист должен сразу, при первом взгляде на бизнес-план дать информацию о том, где, когда и кем подготовлен предлагаемый документ: исходит он от частного лица или от группы единомышленников, конкретного предприятия или их объединения. Затем указывается вид бизнес-плана, отражающий суть проекта, и дата его подготовки. Иногда на титульном листе помещают ссылку на то, что сведения, содержащиеся в бизнес-плане, не подлежат разглашению. Тем самым фиксируется авторское право на идею и информацию, содержащуюся в бизнес-плане. В целом, готовить и оформлять бизнес-план необходимо в таком виде, который позволил бы выделить разработанный проект из множества других и стал иницилирующим моментом для возникновения у инвестора желания встретиться с руководством предприятия.

2. Структура и содержание бизнес-плана инвестиционного проекта

В состав бизнес-плана входят: титульный лист, содержание, описательная часть бизнес-плана, приложения, справочные и иные материалы, подтверждающие исходные данные.

Описательная часть бизнес-плана должна состоять из следующих основных разделов:

- «Резюме»;
- «Характеристика организации и стратегия ее развития»;
- «Описание продукции»;
- «Анализ рынков сбыта. Стратегия маркетинга»;
- «Производственный план»;
- «Организационный план»;
- «Инвестиционный план»;
- «Прогнозирование финансово-хозяйственной деятельности»;
- «Показатели эффективности проекта»;
- «Юридический план».

Резюме отражает основную идею проекта и обобщает основные выводы и результаты по разделам бизнес-плана. Целесообразно привести информацию о технологической новизне проекта (при наличии), его социальной значимости.

«Характеристика организации и стратегия ее развития». В данном разделе дается описание отрасли и характеристика организации, ее роль и место в отраслевой иерархии и народном хозяйстве в целом.

При описании организации отражаются следующие вопросы:

- история создания;
- основные достижения и неудачи в деятельности организации;
- слабые и сильные места в производственно-хозяйственной деятельности, ее особенности (сезонный характер сбыта продукции, серийный или мелкосерийный характер производства, прочие особенности);
- характеристика имеющихся технологий, основных производственных фондов, с выделением их активной части;
- объекты социальной сферы в инфраструктуре организации, их доля в стоимости основных средств;

- сведения о правах на имеющиеся основные фонды (права собственности, аренда, лизинг) и о наличии земельного участка и правах на него;
- информация о внедрении международной системы качества, об аттестации производств в соответствии с международными требованиями;
- располагаемые мощности по выпуску продукции и их загрузка;
- характеристика выпускаемой продукции;
- реализуемые (реализованные) организацией инвестиционные проекты, источники их финансирования;
- анализ финансово-хозяйственной деятельности организации за три года, предшествующих планируемому, а также за текущий период;
- факторы, негативно влияющие на результаты финансово-хозяйственной деятельности организации.

При описании стратегии развития организации раскрываются следующие вопросы:

- актуальность и новизна предлагаемого проекта;
- соответствие имеющихся производственных мощностей прогнозируемым объемам производственной программы;
- обоснование потребности в дополнительных, необходимых для выполнения производственной программы производственных мощностях на перспективу, способ их создания (строительство, покупка, аренда);
- обоснование объема инвестиционных затрат, необходимых для подготовки и организации производства;
- экологическая оценка проекта – анализ воздействия будущего производства на окружающую среду, объемы отходов, предполагаемые места их утилизации, переработки;
- стадии проработки основных этапов проекта (проведение научно-исследовательских, опытно-конструкторских и опытно-технологических работ, разработка рабочей документации, внедрение международной системы качества, аттестация производств в соответствии с международными требованиями, сертификация продукции);
- обоснование собственных источников финансирования проекта (амортизация, чистая прибыль, продажа основных фондов, ак-

ций, прочие источники), которые могут быть использованы на начальном этапе его реализации;

- потребность в долгосрочных кредитах, займах и других привлекаемых финансовых средствах на капитальные вложения по проекту и др.

«Описание продукции». В данном разделе представляется информация о продукции, которая будет производиться организацией:

- область применения;
- основные характеристики (потребительские, функциональные, прочие характеристики продукции);
- контроль качества;
- соответствие международным и национальным стандартам качества;
- обеспечение гарантийного и послегарантийного обслуживания;
- наличие патентов, лицензий, сертификатов;
- новизна технических и технологических решений, потребительских свойств.

«Анализ рынков сбыта. Стратегия маркетинга». В данном разделе излагаются ключевые моменты обоснования объемов продаж продукции, основанные на анализе рынков сбыта и выработке стратегии маркетинга.

Анализ рынков должен включать:

- общую характеристику рынков, на которых планируется сбыт продукции организации, оценку их емкости, в том числе свободной;
- долю организации на разных рынках;
- динамику развития рынков за последние 3-5 лет и прогноз тенденций их изменения;
- основные факторы, влияющие на изменение рынков;
- основные требования потребителей к продукции;
- оценка возможностей конкурентов и основные данные о выпускаемой ими продукции – технический уровень, цена, уровень качества;
- технологическое и финансовое состояние конкурирующих организаций и степень их влияния на рынок данной продукции;
- преимущества организации перед конкурентами.

Обоснование стратегии маркетинга приводится в отдельном подразделе, в котором отражается:

- стратегия сбыта (нацеленная на увеличение доли рынка, расширение существующего рынка, продвижение на новые рынки и иная);
- расчет и обоснование цены;
- обоснование стратегии ценообразования (сравнение с ценой конкурентов, а также свойств продукции – новизны, качества и иных);
- политика по сервисному обслуживанию;
- оценка изменения объемов реализации продукции в перспективе;
- затраты на маркетинг и рекламу;
- план мероприятий по продвижению продукции на рынки, включая основные этапы его реализации.

«Производственный план» разрабатывается на срок реализации проекта (горизонт расчета). Данный раздел должен состоять из следующих подразделов:

- программа производства и реализации продукции;
- материально-техническое обеспечение;
- затраты на производство и реализацию продукции.

Программа производства и реализации продукции составляется на основании проведенных маркетинговых исследований, прогнозируемых цен на продукцию с учетом имеющихся и создаваемых производственных мощностей.

В подразделе «Материально-техническое обеспечение» производства излагаются перспективы обеспечения проекта требуемым сырьем, материалами, комплектующими изделиями, запасными частями, теплоэнергетическими и другими ресурсами.

В подразделе «Затраты на производство и реализацию продукции» даются обоснования по каждому элементу затрат на производство и реализацию продукции, прогнозируются их изменения в перспективе.

«Организационный план». В данном разделе в соответствии с основными этапами реализации проекта дается комплексное обоснование организационных мероприятий.

Приводится обоснование штатной численности организации, выбор рациональной системы управления производством, персона-

лом, снабжением, сбытом и организацией в целом. При этом указываются возможности инициаторов проекта по подбору и подготовке персонала, способности команды менеджеров реализовать данный проект, определяется необходимая квалификация и численность специалистов, обосновывается введение многосменности в работе.

«Инвестиционные затраты». Общие инвестиционные затраты определяются как сумма инвестиций в основной капитал (капитальные затраты) с учетом налога на добавленную стоимость (далее – НДС) и затрат под прирост чистого оборотного капитала. Инвестиции в основной капитал представляют собой ресурсы, требуемые для строительства, реконструкции, приобретения и монтажа оборудования, осуществления иных предпроектных мероприятий, а прирост чистого оборотного капитала соответствует дополнительным ресурсам, необходимым для их эксплуатации.

«Прогнозирование финансово-хозяйственной деятельности». В данном разделе содержится расчет прибыли от реализации продукции, прогнозирование потока денежных средств, проектно-балансовая ведомость.

Прогнозирование потока денежных средств производится путем расчета притоков и оттоков денежных средств от текущей (операционной), инвестиционной и финансовой деятельности организации по годам реализации проекта. Распределение во времени притока средств должно быть синхронизировано с его оттоком.

Проектно-балансовая ведомость содержит основные статьи, такие как стоимость внеоборотных и оборотных активов, источники собственных средств, доходы и расходы, долгосрочные и краткосрочные обязательства. Проектно-балансовая ведомость формируется на основании данных бухгалтерского баланса.

«Показатели эффективности проекта». Оценка эффективности инвестиций базируется на сопоставлении ожидаемого чистого дохода от реализации проекта с инвестированным в проект капиталом. В основе метода лежит вычисление чистого потока наличности, определяемого как разность между чистым доходом по проекту и суммой общих инвестиционных затрат и платы за кредиты (займы), связанной с осуществлением капитальных затрат по проекту.

На основании чистого потока наличности рассчитываются основные показатели оценки эффективности инвестиций: чистый дисконтированный доход, индекс рентабельности (доходности), внутренняя норма доходности, динамический срок окупаемости.

В данном разделе приводится оценка эффективности проекта и наиболее вероятных рисков, которые могут возникнуть в ходе его реализации. Дается классификация и оценка рисков по месту их возникновения (производственные, инвестиционные, инфляционные, организационные, коммерческие и иные риски), а также намечаются меры по их снижению или предотвращению. С целью выявления и снижения риска вложений проводится анализ устойчивости (чувствительности) проекта в отношении его параметров и внешних факторов. В обязательном порядке проводится многофакторный анализ чувствительности проекта к изменениям входных показателей (цены, объема производства, элементов затрат, условий финансирования, инфляционных процессов и иных факторов). Исходя из специфики проекта, выбираются наиболее подверженные изменениям параметры.

В **«юридическом плане»** описывается организационно-правовая форма будущей организации, уточняются основные юридические аспекты будущей деятельности организации, особенности внешнеэкономической деятельности.

3. Программное обеспечение для разработки бизнес-планов инвестиционных проектов

Если разработчик принимает решение о необходимости использования специализированного программного обеспечения на любой из стадий управления проектами, при выборе конкретного **варианта** ему необходимо принять во внимание следующие параметры пакета:

1 Принципы управления данными. Управление информационными потоками должно **предоставлять** развитые возможности по доступу и передаче информации, группировке, объединению, администрированию и **актуализации** данных проекта.

В качестве важных принципов управления **данными** можно выделить такие как:

- необходимость доступа к данным из различных источников;
- разграничение доступа к информации о проектах;
- обеспечение пользователей быстрым и надежным доступом к данным и др.

2 Механизмы планирования, оценки и анализа. Различные системы делают больший упор на те или иные методы или направления планирования и оценки. Одни пакеты больше внимания уделяют оптимизации времени проекта и управлению ресурсами. Другие фоку-

сируются на прогнозе экономических показателей. Третьи в качестве ключевого результата генерируют финансовые отчеты. Это не означает, что, уделив внимание одному направлению, **система** отказывается от остальных. Однако в зависимости от целей необходимо выбрать более подходящий вариант программного обеспечения.

3 Удобство работы с пакетом. К составляющим удобства можно отнести гибкость в использовании экранных форм, доступность системы помощи, интуитивная понятность инструментов редактирования, наличие мастеров, шаблонов и примеров, а также простота и легкость работы с системой и наличие обучающих модулей.

4 Обеспечение совместной работы. Возможность сетевого использования программного обеспечения может стать ключевой для крупного проекта, особенно если различные его участники находятся далеко друг от друга. Использование сети Интранет и Интернет становится немаловажным достоинством системы управления проектами.

Существенную помощь при выборе подходящего программного обеспечения может оказать предварительное определение наиболее важных требований, которые должны быть присущи системе. Желательно также провести ранжирование требований по уровню значимости. Это позволит значительно облегчить выбор программного обеспечения из существующих на рынке систем управления проектами.

Рассмотрим некоторые системы, используемые при разработке и управлении проектами.

ПРОГРАММА «COMFAR»

1 Методической основой данной программы является методика Организации по промышленному развитию ООН (так называемая методика ЮНИДО). Предложенный специалистами ЮНИДО подход к построению типового бизнес-плана позволяет не упустить самых существенных моментов в описании текущей или планируемой деятельности предприятия, а также представить результаты в виде, наиболее подходящим для восприятия западными финансистами.

2 Программа является своего рода универсальным инструментом для описания и расчета всех основных этапов инвестиционного проектирования.

3 Экономическое окружение включает описание валют проекта и налогового окружения. Это может оказаться самым уязвимым местом программы, так как она не позволяет использовать для расчета

различные виды налогов, определять для них налогооблагаемую базу и относить на различные виды затрат в соответствии с местным законодательством.

4 Программа позволяет задавать различные длительности планирования проекта кратные месяцу и, практически, не ограничивает номенклатуру производимой продукции, но не предусматривает подробного описания материальных ресурсов, израсходованных на производство.

5 Аналитические возможности программы достаточно широки и представлены специальным разделом программы, который включает анализ инвестиционных и операционных издержек, финансовой деятельности. Традиционно рассчитываются три основные итоговые формы: отчет о движении денежных средств, отчет о чистой прибыли и прогнозный баланс. Каждый вид анализа представлен таблицей и набором графиков. Незначительный набор финансовых и экономических показателей слишком упрощает инвестиционный анализ и может рассматриваться в качестве недостатка всей системы.

6 Результаты расчетов представлены в виде таблиц и соответствующих им графиков, набор которых жестко задан структурой программы. Но поскольку программа является своеобразным международным эталоном, то существует целый ряд ограничений в ее использовании.

Ввод исходных данных и просмотр результатов организованы в форме вложенных таблиц и диаграмм. К достоинствам программы следует отнести реестр обнаруженных ошибок и предупреждений, который появляется перед проведением расчета с указанием места возникновения ошибки.

ПРОГРАММА «PROJECT EXPERT»

1 Программа построена на современных подходах по расчету и анализу инвестиционных проектов, в основе которых лежат принципы международного стандарта бухгалтерского учета. Расчеты показателей эффективности инвестиций осуществляются на основе имитационной модели денежных потоков.

2 Входные и выходные финансовые документы в этой программе в большинстве случаев представляют собой более упрощенную форму по сравнению с требованиями бухгалтерской отчетности стран СНГ. Это может затруднить использование стандартных форм бухгалтерской отчетности для проведения анализа финансово-

хозяйственной деятельности, однако облегчает процесс инвестиционного проектирования.

3 В рамках описания инвестиционной и операционной деятельности программа предоставляет пользователю широчайшие возможности: календарный план, программу продаж каждого вида продукта учетом сезонности, условия поставок и оплаты; программа производства позволяет подробно описать объем выпускаемой продукции, нормы расхода каждого вида сырья на единицу продукции; приобретение материальных ресурсов, учет затрат на персонал и прочие издержки производства. Очень подробно описана финансовая деятельность.

4 Программа отличается большой гибкостью при описании параметров проекта. Горизонт расчета проекта может достигать 100 лет с шагом расчета 1 месяц. Для каждого из 16 000 возможных видов продукции программа позволяет составлять детальный план продаж (учетом различных условий оплаты).

5 Экономическое окружение включает стандартный набор показателей - курс основной и дополнительной валюты, дифференцированная инфляция по различным видам доходов и затрат, учетные ставки по заемным средствам, налоговое окружение, позволяющее создавать новые налоги с учетом выбранной налогооблагаемой базы.

6 Аналитическая часть программы представлена подробным перечнем показателей эффективности. К достоинствам анализа можно отнести расчет точки безубыточности по каждому виду продукции, что для многономенклатурного производства очень важно.

7 Достоинством программы является генератор отчетов для формирования результатов по проекту. Стоит выделить четкую структуру бизнес-плана с подробным текстовым описанием всех этапов разработки проекта. Программа позволяет составлять отчет на нескольких иностранных языках. В программе документы формируются в соответствии с зарубежными требованиями, и, как отмечалось, несколько упрощены.

Программа является самостоятельной программой, не требующей для своей работы запуска вспомогательных приложений. Программа обеспечивает передачу отчетов в MS Word, возможность копирования итоговых таблиц в MS Excel и другие электронные таблицы. Сетевой вариант программы позволяет работать над проектом нескольким пользователям. Программу отличает тщательно продуманный интерфейс, который сегодня, несомненно, выгодно отличает-

ся от всех других программ. Ввод данных осуществляется вручную во всех блоках программ, хотя имеется ряд функций позволяющих автоматизировать ввод данных по периодам. Следует отметить наличие графических способов ввода данных, что делает эту операцию менее утомительной.

Тема 10

ПЛАНИРОВАНИЕ И ОРГАНИЗАЦИЯ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЕКТАМИ

1. Система планирования управления инвестиционными проектами

Рост масштабов инвестиционных проектов и необходимость измерения успеха до начала и в процессе их реализации потребовали не просто повышения уровня специализации управленческой деятельности, но и разработки специальных методов планирования, контроля сроков исполнения, затрат и организации взаимодействия исполнителей.

Изначально управление проектами было определено как наука и искусство планирования, контроля и регулирования хода работ по осуществлению необходимых изменений в рассматриваемой системе при ограничении ресурсов и времени. В дальнейшем эта формулировка уточнялась с учетом развития специфических методов и средств управления.

Разработка специальных методов для повышения эффективности управления проектами и их развитие определялись:

- зависимостью успешной реализации проектов от изменения внешней среды;
- степенью неопределенности и риска реализации конкретного проекта с учетом непредвиденных изменений внешних и внутренних условий его осуществления;
- сложностью конечных продуктов инвестиционных проектов и технологии их производства;
- повышением требований заказчиков и уровня их компетентности.

Разработанные с учетом данных факторов методы и средства управления проектами обеспечивают:

- определение и обоснование концепции изменения соответствующей системы, предприятия, организации как конкретного проекта;
- оценку эффективности проекта с учетом факторов риска и неопределенности до принятия решения об инвестировании в него;

- обязательное выполнение технико-экономического обоснования (ТЭО) и разработку бизнес-плана конкретного проекта для принятия инвестиционных решений в неопределенных условиях;
- планирование осуществления проекта во всех фазах его жизненного цикла;
- выбор исполнителей, определение оптимальной процедуры закупок и поставок для осуществления проекта;
- реализацию эффективного контроля и обеспечение регулирования процесса осуществления инвестиционного проекта, включая управление изменениями (неизбежными в ходе реализации любого проекта).

В системе инвестиционного проектирования наиболее важным является *планирование*, как организующее начало процесса реализации проекта. Планирование представляет собой набор действий, определяющих все необходимые параметры реализации инвестиционного проекта – продолжительность, потребность в ресурсах, сроки поставки сырья, материалов, технологического оборудования, сроки и объемы работ по привлечению проектных, строительного-монтажных и других организаций.

В инвестиционном проектировании сформирована многоуровневая система планирования, включающая концептуально-стратегический и тактический уровни.

На *концептуально-стратегическом уровне* намечаются цели и задачи проекта, рассматриваются альтернативные варианты действий по достижению этих целей с оценкой негативных и позитивных сторон каждого варианта, определяется примерная продолжительность осуществления и стоимость проекта. Уже на этом уровне планирования устанавливаются внутренние и внешние связи, цели и задачи для каждого участника команды проекта, фиксируется внимание на промежуточных этапах, каждый участник получает задания и планирует работу по их выполнению.

На *тактическом уровне* осуществляется *текущее планирование*, с помощью которого уточняются сроки выполнения работ, потребность в ресурсах, устанавливаются объемы работ в течение года и кварталов, и *оперативное планирование* с детализацией планов на более короткие отрезки времени – от месяца до одной смены.

2. Разработка плана инвестиционного проекта

Чтобы достичь цели проекта, должны быть определены и последовательно выполнены множество работ (в проектах их может насчитываться сотни и даже тысячи). Процесс определения всех требуемых работ называется *разложением проекта*.

Установить отношения значимости между результатом проекта, бюджетом проекта и временем, за которое проект должен быть полностью осуществлен.

Принцип выбора ведущих (приоритетных) ограничений проекта. В каждом проекте есть три базовых компонента: выполнение (результаты), время и ресурсы (деньги). Все три компонента взаимосвязаны, т. е. каждое из ограничений действует на два остальных. Например, «можно сделать быстро, можно сделать хорошо, можно сделать дешево – выберите два варианта из трех». Поэтому ограничения тоже нужно выбирать, соотносясь со средой реализации проекта и с требованиями менеджмента. Принцип требует, чтобы анализ ограничений был сделан исходя из шкалы: «наиболее гибкое – наименее гибкое». Ведущим должно быть наименее гибкое ограничение. Оно является самым важным. Но при выполнении проекта расстановка приоритетов может измениться.

Принцип определения ликвидности и фокусировки проекта. Применительно к проекту этот принцип означает, что должна быть предусмотрена схема эксплуатации проекта, по которой при непредвиденном ухудшении условий инвестирования работы по проекту можно свернуть с минимальными потерями. При этом должна быть проведена оценка стадии его готовности и рассмотрена возможность реализации проекта с частичной завершенностью. Фокусировка проекта означает, что должны быть конкретизированы потребности, на которые ориентирован проект. Если эти потребности по каким-либо причинам исчезают или меняются, то это должно стать сигналом для прерывания проекта. *Архитектура* проекта представляет собой результат уровневой декомпозиции проекта. *Декомпозиция* – это процесс разбиения проекта на различные уровни, начиная с верхнего уровня.

Чтобы обеспечить внутреннюю совместимость между всеми элементами внутри проекта и внешнюю совместимость между элементами проекта и внешней средой построения архитектуры проекта используется *системотехнический подход*.

Первый уровень – уровень общественных групп. Этот уровень формируется, если предполагается создание комплекса общественно значимых объектов в некотором регионе. Например, в виде социальной инфраструктуры.

Второй уровень – уровень производственных систем. Этот уровень формируется, когда проектируются инвестиции в производственный объект. В том числе, если речь идет об объектах инвестирования в рамках действующего предприятия. Например, реконструкция, модернизация.

Третий уровень – уровень подсистем. На этом уровне выделяются задачи, когда проектируются отдельные составляющие объекты инвестирования, т. е. модули проекта.

Четвертый уровень – уровень объектов. На этом уровне проектируются отдельные элементы, которые придают целостность инвестиционному проекту.

Благодаря системотехническому подходу проект может быть разбит на:

- подпроекты;
- отдельные группы работ, которые обеспечивают каждый подпроект (т.е. в системотехнике – это пакеты работ);
- детализированные работы (отдельные виды работ). Особенно важен самый нижний уровень (3-й), на котором определяются требуемые по проекту работы. Практика показывает, их может быть сотни, а в крупных проектах – даже тысячи. Но без их выделения невозможно будет провести оптимизацию выполнения работ. И без этого практически невозможно пользоваться специализированными программами по инвестиционному проектированию и управлению проектами.

В процессе хозяйственной деятельности предприятий перед экономистами часто ставятся задачи, связанные с подготовкой и реализацией инвестиционных проектов различной сложности, масштабов, продолжительности. Для их успешного решения современной экономической наукой выработан ряд эффективных методов, которые имеют не только теоретическое обоснование, но и прикладную разработку по многим направлениям менеджмента. Практика показывает, что в ряде случаев экономисты недооценивают возможности использования методов инвестиционного планирования в текущей деятельности, полагая, что они пригодны лишь при подготовке бизнес-планов предприятия. Вместе с тем, освоение этих методов открывает

широкие перспективы по использованию компьютерных технологий для автоматизации рутинных расчетных работ в подготовке управленческих решений. Наиболее разработанными и адаптированными методами, позволяющими визуализировать инвестиционный процесс, являются методы:

- график (диаграмма) Ганта;
- сетевые методы (методы сетевого планирования и управления).

График (диаграмма) Ганта назван по имени ее автора – Генри Ганта (1861-1919), одного из родоначальников научного менеджмента. Решая задачу постройки кораблей во время Первой мировой войны, он предложил диаграмму, состоящую из отрезков (задач) и точек (вех), как средство представления длительности и последовательности задач в проекте. На этой диаграмме по горизонтали размещена шкала времени, а по вертикали – список работ или задач. При этом длина отрезков, обозначающих задачи, пропорциональна длительности задач. Несмотря на то, что график известен давно, со временем его ценность для управленческой практики не снизилась. Он используется в современных компьютерных программах и практике менеджмента.

Методы сетевого планирования и управления (СПУ) впервые были разработаны в 1950-х гг. в США при реализации ракетной программы «Атлас» и строительстве крупного завода по производству синтетического волокна. В СССР методы СПУ сначала применили при строительстве ГЭС, химических комбинатов, в тяжелой промышленности. Впоследствии этот опыт распространился на сферу научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ. В своем развитии система СПУ прошла несколько этапов усложнения. Сначала в СПУ использовались модели только с временными параметрами, по которым изыскивалась возможность максимального сокращения сроков выполнения работ. При этом анализ используемых ресурсов не проводился. Позже на основе сетевых моделей СПУ были разработаны методы для сопряженного анализа времени и материальных затрат с выбором наилучшего плана работ. Наибольшую результативность системы СПУ продемонстрировали в управлении крупными проектами (особенно в строительстве), но при полипроектном управлении (в условиях управления несколькими проектами) оказались неэффективными. Это приводило к ряду проблем. Например, для одних и тех же экономических объектов, функционирующих при разных условиях,

требовались отдельные системы планирования, возникали несогласованность при прохождении управленческих решений и избыток документации и т. д. По мере усложнения СПУ в моделях расширялось число критериальных показателей – время, стоимость, надежность. Однако многие из них были противоречивы и несовместимы в одной модели. Например, при выборе интегрального критерия, составленного на основе комбинирования нескольких локальных критериев, необходимо было выполнить условие: критерий должен отражать сравнительную важность всех целей, что приводило к противоречивым оценкам.

Следовательно, методы сетевого планирования и управления, получившие применение в инвестиционной практике, продолжают совершенствоваться и расширять сферу использования.

Сетевая модель (сеть), с одной стороны, – это удобная схема изображения взаимосвязи и последовательности выполнения работ, как по проекту, так и по реализации управленческого решения. С другой стороны, это формализованный объект, к которому можно применить аналитические методы исследования для получения важных для менеджмента предприятия информационных ресурсов. Например, если предприятие предполагает создать филиал в другом регионе либо дочернее предприятие, то сеть служит необходимой информационной основой для проектирования оптимальной системы управления с учетом всех значимых особенностей предприятия и его подразделений. Также с успехом сеть может использоваться при разработке системы управления вновь создаваемых предприятий. В ситуациях, когда требуется составить план для реализации реальных инвестиций, связанных с производством, сеть одновременно отображает весь комплекс работ проекта в их технологической взаимосвязи и последовательности.

Если, решая практическую организационно-экономическую задачу, экономист делает выбор в пользу методов сетевого планирования, то он должен учитывать специфику его терминологии, правила представления данных и символные обозначения. В частности, под термином «работа», который является основным в понятийном аппарате методов, всегда понимается определенный процесс, на исполнение которого должно быть затрачено время или время и ресурсы (за исключением, так называемых работ-зависимостей или фиктивных работ). Сетевая модель имеет две возможные формы пред-

ставления: в виде таблицы строго определенной формы или графическом виде (сетевого графа или собственно сети).

В экономической практике применение сетевых моделей общего вида обеспечивает:

- системный подход к решению вопросов организации проектирования, когда проект рассматривается как единый, неразрывный комплекс взаимосвязанных работ (при таком подходе ни одна из работ не упускается, все исполнители – звенья единой организационной системы);
- достаточно четкую координацию деятельности многих людей;
- выявление резервов при выполнении отдельных работ и сокращение его продолжительности в целом;
- оптимальное распределение трудовых и материальных ресурсов в процессе выполнения работ.

В целом, сетевая модель общего вида применяется при проектировании организационного или инвестиционного процесса, для которого характерна сложная взаимосвязь работ, периодическое расширение и свертывание фронта работ в зависимости от полученных результатов.

Сетевые модели, построенные по схеме «дерево», в зарубежной практике известны как сеть типа PERT (т.е. метод оценки и проверки планов). Их отличительная особенность в том, что они позволяют отображать события, из которых выходят две работы и более. В менеджменте сетевая модель типа «дерево», как правило, используется при планировании опытного производства, а также в организации производств с так называемым «завершенным циклом», изготовление продукции на предприятии проходит все последовательные стадии (например, от изготовления деталей до сборки всего изделия). Историческим предшественником PERT считается метод критического пути (СРМ), который был разработан в 1957 г. для организации строительства химических заводов Дюпона. Метод критического пути относится к числу сетевых моделей, в которых рассчитывается по общим правилам критический путь. Поэтому PERT также основывается на сетевых принципах и предусматривает расчет критического пути, но, в отличие от СРМ, в котором продолжительность работы – детерминированная величина, в PERT продолжительность работы рассматривается как величина случайная (стохастическая). PERT был разработан в 1958 г. корпорацией «Локхид» совместно с частной консалтинговой фирмой для сетевого анализа и оценки (пересмотра) ее

программ. На разработку и совершенствование метода потребовалось 15 лет. Распространение в практике менеджмента метод получил после применения в сложном проекте (60 тыс. операций) разработки ракетной системы «Поларис», у которого только основных подрядчиков проекта было 3800. Использование метода PERT-анализа позволило руководству программы оперативно определять, кто из сотрудников и что должен делать в каждый момент времени. В проекте «Поларис» по алгоритму метода достаточно точно вычислялась вероятность своевременного завершения отдельных операций, что позволило обеспечить эффективный контроль над сроками выполнения и завершить запланированные работы на два года раньше предполагаемого времени окончания.

В современной экономической практике метод PERT, как правило, используется для контроля сроков выполнения проекта. Он ориентирован на анализ проектов, для которых продолжительность выполнения всех или некоторых работ не удается определить точно, и они получают вероятностные оценки. Метод эффективен при проектировании и внедрении новых систем или инновационных проектов, у которых многие работы не имеют аналогов. В результате возникает неопределенность в сроках выполнения проекта в целом, однако благодаря принципам PERT можно ответить на вопросы:

- чему равно ожидаемое время выполнения работы?
- чему равно ожидаемое время выполнения проекта?
- с какой вероятностью проект может быть выполнен за указанное время?

Алгоритм PERT основывается на вероятностных оценках работ, вычислении возможного отклонения во времени их выполнения. В PERT используются 3 временные оценки для каждой работы:

- пессимистическая – это время выполнения работы в неблагоприятных условиях;
- наиболее вероятная – это время выполнения работы в нормальных условиях;
- оптимистическая – это время выполнения работы в благоприятных условиях.

3. Планирование ресурсного обеспечения инвестиционного проекта

Ресурсы инвестиционного проекта подразделяются на материально-технические, трудовые, финансовые и информационные ресурсы. Материально-технические ресурсы включают различного рода материалы и технические средства, которые обеспечивают проведение проектных работ и реализацию проекта. Их проектирование осуществляется на основе расчета плана закупок или материально-технического обеспечения проекта и на основе составления моделей ресурсопотребления.

Трудовые ресурсы представлены персоналом проекта. Расчет трудовых ресурсов проекта включает определение потребности в сотрудниках (или персонале), определение квалификационных требований (профессиональной подготовки, уровня квалификации), режим работы персонала, порядок отбора персонала, а также формы и сроки повышения квалификации персонала.

Финансовые ресурсы включают денежные средства и другие финансовые активы, вовлекаемые в инвестиционный процесс. Они также планируются, аккумулируются, приобретаются и распределяются в процессе реализации проекта. Соответственно, их получение и использование входит в круг задач инвестиционного проектирования.

Информационные ресурсы проекта представлены различными базами данных, документацией, программными продуктами и компьютерными разработками, которые необходимы для реализации проекта. С позиции проектирования инвестиционные ресурсы сложно планировать, но можно определить порядок их приобретения, требования к достоверности, срокам хранения и т. д.

Доступность ресурсов для поддержки инвестирования задается с помощью функции наличия, или функции доступности ресурса. В отличие от функции потребности, функция наличия задается на инвестиционный проект в целом, так как такая зависимость строится не по стадии реализации инвестиций, а по времени их реализации в рамках конкретного инвестиционного проекта.

Важное направление проверки – проверка ресурсной реализуемости. Она проводится путем сопоставления функций потребности и функций наличия ресурса для данного инвестиционного проекта.

В результате проверки ресурсной реализуемости проекта должны быть получены ответы на следующие вопросы:

- каковы возможные потери, если ресурс дефицитный;
- каковы могут быть излишки запасов ресурсов, которые, по сути, «замораживают» инвестиционные средства;
- каков риск неритмичности и несогласованности работ может быть в процессе реализации проекта;
- каковы затраты на хранение материально-технических ресурсов?

Движение материальных ресурсов и их эффективная организация в инвестиционном процессе обеспечивается с помощью инструментов логистики. В общем случае логистика определяется как оптимальное управление, т. е. планирование, организация и контроль движения материальных и связанных с ними финансовых и информационных потоков. Логистика проекта позволяет поэтапно проследить движение материально-технических и других связанных с ними ресурсов в наиболее проблемные звенья. Например, в логистической системе проекта выделяют такие подсистемы, как:

- транспортировка;
- складирование;
- комплектация;
- погрузка-разгрузка.

Для информационных ресурсов – это:

- сбор;
- хранение;
- обработка данных.

Успешная разработка и реализация инвестиционного проекта напрямую зависит от уровня квалификации и профессиональной подготовки занятого в нем персонала. Планирование персонала проекта осуществляется по принципу разработки штатного расписания (т. е. так называемое ролевое планирование). Каждый сотрудник, участвующий в проекте, получает определенную роль в соответствии со своей квалификацией, требованиями проекта и регламентами, действующими в организации. Например, в одном проекте сотрудник может выступать в роли архитектора приложений, а в другом – может быть занят в роли программиста, если его квалификация позволяет выполнять соответствующие виды работ.

Планирование персонала включает:

- планирование численности и структуры персонала проекта;

- планирование подготовки, переподготовки и повышения квалификации персонала.

Требуемая численность персонала определяется исходя из трудоемкости проектных работ (вначале определяется объем работ).

Трудоемкость характеризует затраты рабочего времени на производство единицы продукции или работы.

Трудоемкость проектных работ выражается в затратах труда. Труд, затраченный на выполнение работ или производство продукции, может быть выражен в человеко-днях или человеко-часах. То есть единицы трудоемкости – нормо-часы. Для того чтобы определить затраты труда, необходимо знать:

Для определения трудоемкости:

- норму времени, требуемую для выполнения единицы работы (т. е. длительность работы делится на количество результата);
- объем работ (в единицах);
- фонд рабочего времени одного сотрудника в установленном периоде;

- характер выполняемых работ.

Все работы или задачи проекта делятся по назначению:

- основные;
- вспомогательные;
- обслуживания.

По уровню сложности:

- простые (выполнение которых не требует от персонала специальной подготовки);
- средней сложности (выполняемые работниками средней квалификации);
- сложные (требующие от работников высокой квалификации).

По требованию профессиональной подготовки, т. е. это:

- инженерные работы;
- бухгалтерские работы;
- маркетинговые работы и т. п.

Для расчета потребности в персонале применяются следующие методы расчета:

- по трудоемкости проектных работ;
- по рабочим местам и нормам обслуживания;
- по нормам численности;
- по нормативам типовых структур управления.

В основе планирования ресурсов проекта лежат методы, основанные на их стоимостных оценках. К их числу относятся следующие:

- Метод калькулирования. Суть метода в том, что оценка материальных ресурсов осуществляется в текущих или прогнозных ценах и тарифах. Источником информации о ценах и тарифах на приобретение ресурсов служат прейскуранты, каталоги продукции поставщиков, проспекты выставок и т. д.

- Ресурсно-индексный метод. Он предусматривает сочетание оценки приобретаемых ресурсов в текущих ценах с системой индексов цен, которые носят устойчивый характер. Например, индексы на ресурсы в строительстве, индексы, используемые для проведения переоценки основных фондов, и т. п.

- Базисно-индексный метод. Метод основан на использовании системы текущих и прогнозных индексов цен по отношению к стоимости этих ресурсов, которая сложилась в базисном периоде.

- Базисно-компенсационный метод. Он заключается в том, что требуемая для проекта стоимость ресурсов оценивается по сметным ценам базисного периода с добавлением некоторых повышающих индексов или коэффициентов, которые позволяют компенсировать инвестиционные риски.

Для оценки стоимости производственного оборудования используется метод параметрической оценки оборудования, который связан с издержками фактического использования оборудования. Суть в том, что в оценке стоимости оборудования, кроме возможной цены его приобретения, учитываются затраты, обусловленные некоторыми параметрами работы оборудования. Например, увеличение технологического отхода по мере роста продолжительности эксплуатации оборудования или сокращения межремонтного периода, когда требуются дополнительные затраты для поддержания оборудования в рабочеспособном состоянии.

С позиции тайм-менеджмента, важно идентифицировать управляемый объект. Суть в том, что в процессе реализации проекта ресурсы могут потребляться полностью либо частично. Поэтому в экономической практике целесообразно материальные ресурсы разделить на два типа:

- воспроизводимые;
- невозпроизводимые.

Воспроизводимые ресурсы сохраняют свою натурально-вещественную форму или качество и, по мере высвобождения, на определенных этапах производства могут быть использованы на последующих этапах. Особенность этих ресурсов в том, что если они не могут быть использованы и не используются, то именно их неиспользованная способность к функционированию в данный отрезок времени не компенсируется в будущем. Поэтому эти ресурсы не накапливаются.

Не воспроизводимые ресурсы в производственном процессе расходуются полностью, не допуская повторного использования. Особенность этих ресурсов в том, что если по каким-либо причинам на данном отрезке времени они не используются, то они могут быть использованы в будущем периоде. Иначе говоря, такие ресурсы можно накапливать. Поэтому такое разделение в экономической литературе представляется как:

- ненакапливаемые (или нескладируемые);
- накапливаемые (складируемые).

Многими исследователями проблем ресурсного планирования и управления отмечено, что эффективность тайм-менеджмента зависит от степени точности оценки потребностей проекта в материальных ресурсах. Эта задача на практике решается путем определения обоснованности размера потребности производства в конкретных видах материальных ресурсов и изучения возможностей их получения (доступность ресурсов).

Проверка правильности оценки потребности в ресурсах осуществляется следующим образом. Если речь идет о накапливаемом или складируемом ресурсе, то еще определяется функция интенсивности поступления ресурса. Эта функция показывает скорость накопления ресурса в зависимости от стадии производства.

Для ненакапливаемого (нескладируемого) ресурса используется расчет функции потребности ресурса. Она показывает количество единиц данного ресурса, которое необходимо для производства применительно к каждой его стадии.

Доступность ресурсов для производства задается с помощью функции наличия, или функции доступности ресурса. В отличие от функции потребности, функция наличия задается на производственный процесс в целом, так как такая зависимость строится не по стадии производства, а по производственному циклу.

Второе направление проверки – проверка доступности ресурса. Она проводится путем сопоставления функций потребности и функций наличия ресурса для производства.

В результате проверки ресурсной обеспеченности производства должны быть получены ответы на следующие вопросы:

- каковы возможные потери, если ресурс дефицитный;
- каковы могут быть излишки запасов ресурсов, которые, по сути, «замораживают» оборотные средства;
- каков риск неритмичности и несогласованности работ может быть в процессе реализации проекта;
- каковы затраты на хранение материально-технических ресурсов?

Движение материальных ресурсов и их эффективная организация в производственном процессе тайм-менеджмент обеспечивает с помощью инструментов логистики. Одна из целей логистической системы состоит в том, чтобы обеспечить поставку материальных ресурсов в пункты назначения в необходимом количестве и ассортименте, в требуемые сроки и требуемого качества при минимуме затрат. Основными задачами являются:

- оптимизация материального потока относительно особенностей производства;
- организация грузопотока и экспедирования грузов в процессе транспортировки материальных ресурсов;
- формирование информационного и финансового потоков как сопутствующих материальному потоку;
- приемка и размещение получаемых материальных ресурсов;
- управление затратами при осуществлении логистических операций.

Таким образом, внедрение концептуального подхода и положений тайм-менеджмента в экономическую практику позволяет рационально распределять во времени потребление материальных ресурсов и регулировать их движение по логистическим каналам.

4. Организационное обеспечение инвестиционного проектирования

В проектном менеджменте последовательность реализации управленческих функций определяется логикой и стратегией развития предприятия.

Поскольку инвестиционные проекты реализуются поэтапно, то на каждом из этапов могут предлагать свои методы менеджмента. Для того чтобы обосновать выбор наиболее действенных методов, система проектного менеджмента ориентируется на приоритетные задачи, решаемые на каждом из этапов. Поэтому на практике условно выделяют в составе проектного менеджмента три его вида:

- прединвестиционный менеджмент;
- текущий;
- заключительный.

Прединвестиционный и текущий проектный менеджмент ориентирован на решение задач планирования проекта. Особенность задач планирования проекта в том, что их решение обусловлено результатами прогноза о развитии процесса инвестирования и его внешней среды.

Заключительный менеджмент использует в основном поисковый прогноз для того, чтобы определить перспективу предприятия, которое реализовало инвестиции в определенный объект.

Основными методами проектного менеджмента на всех стадиях его реализации являются:

- методы администрирования (приказы, распоряжения, указания и т. п.);
- социально-психологические методы (создание комфортных условий труда, система социальных льгот и т. п.);
- экономические методы (стимулирование эффективного труда, гибкие системы оплаты труда и т. п.).

Функция регулирования осуществляется через механизм обратной связи в контуре управления проектом. Этот механизм основан на том, что создается информационная база по проектам и систематически собирается информация о реализации каждого из них. В случае обнаружения отклонений, проводится их анализ и по его результатам осуществляется выработка корректирующих воздействий. В качестве таковых в проектном менеджменте используются: разработка уточняющих графиков работ (если обнаружено отклонение по срокам); реализуются меры по повышению эффективности использования ресурсов, требуемых для проекта (если обнаруживается превышение затрат на проект), и т. д.

Таким образом, последовательное выполнение функций проектного менеджмента позволяет на системной основе управлять проектом на всех стадиях его реализации.

Тема 11

ОРГАНИЗАЦИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

1. Самофинансирование

Самофинансирование инвестиций предусматривает осуществление процесса расширенного воспроизводства преимущественно за счет собственных источников предприятий: амортизации основных средств и нематериальных активов, прибыли и фондов, созданных за счет прибыли.

Преимущество *амортизационных отчислений* состоит в том, что независимо от финансового состояния предприятия этот источник всегда имеется и остается в его распоряжении.

Величина амортизационных отчислений зависит от:

- среднегодовой стоимости основных производственных средств, находящихся в распоряжении предприятия;
- нормативного срока службы объектов основных производственных средств
- порядка определения восстановительной стоимости основных производственных средств;
- способа начисления амортизационных отчислений.

Исходя из экономической сущности амортизационные отчисления на предприятии должны использоваться на финансирование реальных инвестиций: приобретение нового оборудования, механизацию и автоматизацию процессов производства, проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, модернизацию и обновление выпускаемой продукции, реконструкцию, техническое перевооружение, расширение производства, новое строительство.

Прибыль является основным финансовым результатом деятельности предприятия. Прибыль, идущая на финансирование капитальных вложений производственного назначения и жилищного строительства, а также на погашение банковских кредитов и используемая на эти цели, подлежит льготированию при налогообложении. Льготирование осуществляется путем уменьшения налогооблагаемой прибыли на суммы направленной на инвестиции прибыли при условии полного использования на эти цели сумм начисленного износа (амортизации).

Самофинансирование развития предприятий возможно при их стабильном и устойчивом финансовом состоянии. Возможность самофинансирования предприятий связана также с проводимой государством бюджетной, налоговой и амортизационной политикой.

2. Акционирование

Акционерное финансирование представляет собой форму получения дополнительных инвестиционных ресурсов путем эмиссии ценных бумаг, что расширяет возможности привлечения временно свободных денежных средств предприятий для инвестирования производственных и социальных мероприятий.

Акционерное финансирование включает в себя следующие формы:

- дополнительные эмиссии ценных бумаг под конкретный инвестиционный проект, что обеспечивает инвестору участие в уставном капитале предприятий;
- эмиссию долговых обязательств в виде инвестиционных сертификатов, облигаций;
- формирование специализированных инвестиционных компаний и фондов, в том числе паевых, в форме акционерных обществ с эмиссией ценных бумаг и инвестированием полученных средств в инвестиционные проекты.

Акционирование как метод инвестирования эффективен для конкурентоспособных предприятий.

Развитие акционерного метода инвестирования зависит от политики разгосударствления и приватизации объектов государственной формы собственности, создания правовых условий для функционирования рынка ценных бумаг, функционирования рыночной инфраструктуры.

Для того, чтобы акции акционерного общества были ликвидными и обратимыми, их рыночная стоимость должна превышать номинальную, а бухгалтерская должна иметь положительную динамику.

Номинальная стоимость – цена, устанавливаемая эмитентом при выпуске и размещении ценных бумаг.

Рыночная стоимость – цена, складывающаяся в процессе перепродажи ценных бумаг.

Бухгалтерская стоимость – цена, обусловленная количеством выпущенных ценных бумаг и масштабами накопления капитала предприятия.

3. Банковское кредитование

Кредитное финансирование предполагает предоставление банковских кредитов на условиях срочности, платности и возвратности.

Основными источниками ресурсов для долгосрочного кредитования являются:

- собственные средства коммерческих банков;
- привлеченные средства юридических и физических лиц;
- ресурсы, приобретенные у других коммерческих банков;
- государственные централизованные инвестиционные ресурсы (средства республиканского и местных бюджетов);
- иностранные кредиты, привлекаемые под гарантии Правительства в рамках межправительственных соглашений и соглашений с международными финансово-кредитными учреждениями.

Процедуры принятия решения и кредитования инвестиционных проектов различаются в зависимости от используемых ресурсов долгосрочного кредитования.

Основой кредитных отношений является **кредитный договор**, в соответствии с которым определяются следующие основные (обязательные) условия предоставления банковского кредита:

- сумма и валюта кредита;
- срок и порядок предоставления и его возврата;
- размер процентов за пользование кредитом и порядок их уплаты, комиссионное вознаграждение за обслуживание расчетов по кредиту;
- цели, на которые кредитополучатель обязуется использовать или не использовать кредит (целевое использование кредита);
- способ обеспечения исполнения обязательств по кредитному договору.

В зависимости от перечисленных выше условий выделяют **различные виды кредитов:**

1. По форме предоставления:

- в денежной форме;
- в валютной форме (валютные и мультивалютные);
- в форме оборудования (лизинг);

- в товарной форме (коммерческие).
2. По способу предоставления:
 - фиксированные (на определенную сумму);
 - возобновляемые (кредитное соглашение позволяет заемщику регулярно в течение определенного времени многократно получать кредит до некоторой максимальной суммы и в любое время его погашать (кредитная линия, овердрафт). Для кредитной линии оговариваются максимальная общая сумма кредита и предельный размер единовременной задолженности;
 - неограниченные (предоставляемые без установления предельной суммы).
 3. По способу погашения:
 - погашаемые в денежной форме;
 - погашаемые продукцией (на компенсационной основе);
 4. По срокам предоставления:
 - «овернайт» (сроком на сутки или выходные);
 - сезонный (на период сезонного возрастания спроса для финансирования дефицита оборотных средств);
 - краткосрочный (на срок до 12 месяцев);
 - среднесрочный (сроком от 3 до 5 лет);
 - долгосрочный (свыше 5 лет).
 5. По форме установления ставки процента:
 - с фиксированной ставкой процента;
 - с плавающей ставкой процента (фактическая ставка процента определяется раз в квартал как базовая ставка плюс маржа, зависящая от статуса заемщика, риска, срока);
 - обращаемый (ролловерный) кредит (кредитная линия по плавающим ставкам, когда ставка процента пересматривается при каждой операции рефинансирования исходя из конъюнктуры инвестиционного рынка);
 - пролонгированный кредит (продлевается путем выдачи новой ссуды взамен старой на новых условиях, выгодных для кредитора).
 6. В зависимости от общих целей предоставления:
 - финансовые (заемщик имеет право расходовать полученный капитал на любые цели);
 - связанные (заемщик имеет право расходовать полученные средства только на цели, на которые предоставлен кредит). Если кре-

дитный договор заключен с условием о целевом использовании кредита, то кредитор обязан предоставить возможность контроля кредитодателем над целевым использованием кредита. При неисполнении кредитором условий кредитного договора о целевом использовании предусмотрен досрочный возврат кредита с уплатой причитающихся процентов

7. По способу обеспечения возврата средств кредитору:

- бланковые (кредиты без обеспечения материальными ценностями или ценными бумагами);
- по поручительству (под гарантии другого лица);
- кредиты под доход (обеспечением кредита выступает чистый доход предприятия; применяется при проектном финансировании);
- ломбардные (кредит под залог высоколиквидных активов (ценных бумаг);
- под переуступку требований (гарантией погашения выступают требования компании-заемщика к третьим лицам);
- кредиты под залог;
- ипотечные (под залог недвижимости).

Кредитование инвестиционного проекта осуществляется после тщательной проверки и анализа пакета документов потенциального кредитополучателя, представляемых в банк, и экспертизы проекта. Перечень документов, необходимых для получения кредита, определяется в нормативном акте банка.

Характеристики инвестиционного проекта определяют желаемый профиль банковского кредита – необходимая сумма и сроки кредита, предельная ставка процента, способ погашения кредита и периодичность выплат основного долга и процентов, длительность льготного периода. Фактические условия предоставления кредита формируются по результатам переговоров с банком. Для любого типа кредита условия кредитования варьируются в некоторых пределах в зависимости от кредитного рейтинга заемщика: чем он выше, тем более выгодные условия предлагает банк в рамках выбранного вида кредита.

Оценка получателя кредита проводится по следующим направлениям:

- финансово-экономическое состояние кредитополучателя (анализ доходности, финансовой устойчивости, использования капитала и др.);

- кредитная история (своевременность расчетов по ранее полученным кредитам, качество представленных отчетов и др.);
- рыночное положение кредитополучателя (конкурентоспособность продукции, конкурентная среда, устойчивые рынки сбыта продукции и др.).

Оценка кредитоспособности предприятия проводится банком на основе качественного анализа кредитополучателя и системы финансовых показателей.

Качественный анализ кредитополучателя проводится по направлениям:

- способность кредитополучателя в процессе реализации проекта генерировать достаточные средства для погашения кредита;
- деловая репутация кредитополучателя, квалификация руководства, опыт работы в отрасли, текучесть кадров, организационная структура;
- достаточность капитала и активов для успешной реализации проекта;
- наличие обеспечения возврата кредита (залог, поручительство, гарантия);
- экономическое окружение кредитополучателя (рыночная конъюнктура и ее перспектива, острота конкуренции, основные деловые партнеры).

Для проведения анализа кредитоспособности используется также **система финансовых показателей**:

- коэффициенты ликвидности, обеспеченности собственными средствами (финансовой независимости, устойчивого финансирования, привлечения средств), финансовой устойчивости;
- коэффициенты оборачиваемости (дебиторской задолженности, оборотных и общих активов);
- коэффициенты прибыльности (рентабельности активов, собственного капитала, инвестиций, продаж);
- коэффициенты деловой активности (уровень сомнительной задолженности в общем объеме дебиторской задолженности; срок хранения запасов в днях; период погашения дебиторской задолженности).

Оценка эффективности привлечения кредита проводится по двум показателям:

- 1) уровню ставки процента

2) дисконтированной стоимости оттока наличности на обслуживание кредита.

Чем ниже уровень ставки процента и дисконтированная стоимость средств на обслуживание кредита, тем выгоднее для компании условия предоставления заемного капитала. При этом следует учитывать и среднерыночные показатели, т.е. условия предоставления заемных ресурсов для компаний-конкурентов. Также оценивается гибкость условий предоставления кредита (возможность досрочного погашения, плавающая ставка процента, ограничения финансовой политики компании).

Иногда у банка может возникнуть необходимость пересмотра условий возвращения долга из-за неспособности должника выполнить свои обязательства по погашению долга. При этом исходят из принципа: лучше потерять часть, чем потерять все.

Изменение условий обязательства по погашению долга называется **реструктурированием долга**. Реструктурирование долга включает:

- прямое сокращение суммы долга;
- уменьшение процентной ставки за кредит;
- пересмотр сроков и порядка выплат процентов по долгу и сумм погашения основного долга, предоставление льготного периода и установление его продолжительности.

Реструктурирование долга ведет к потерям кредитора. Выбор различных вариантов реструктурирования долга заключается в оценке потерь кредитора для каждого варианта и выборе варианта с наименьшими потерями.

В случае необходимости кредитования крупных проектов может быть использован принцип *консорциального кредитования*, предусматривающий концентрацию ресурсов нескольких банков на условиях солидарной ответственности.

Под консорциальным (синдицированным) кредитом понимается предоставление кредита одному кредитополучателю двумя и более кредиторами – консорциумами (синдикатами) банков.

Коммерческие банки объединяют кредитные ресурсы и предоставляют кредиты субъектам хозяйствования на консорциальной основе через один ведущий банк (банк-агент). Это поддерживает ликвидность банков, снижает возможный риск потерь в случае неплатежеспособности заемщика.

Для консорциальных кредитов характерны значительные размеры, длительные сроки, многочисленность кредиторов (до нескольких сотен).

В отечественной банковской практике кредиты классифицируются на краткосрочные и долгосрочные. К долгосрочным относятся кредиты:

- кредиты, предоставляемые на цели, связанные с созданием и движением долгосрочных активов, без ограничения по сроку;
- иные кредиты, предоставленные на срок свыше двенадцати месяцев, за исключением кредитов, предоставленных на цели, связанные с созданием и движением текущих активов.

Основными объектами инвестиционного кредитования являются:

- капитальные затраты на новое строительство, реконструкцию, техническое перевооружение и расширение объектов производственного и непроизводственного назначения;
- приобретение техники, оборудования, транспортных средств, зданий и сооружений;
- затраты на создание научно-технической продукции, интеллектуальных ценностей и других объектов собственности;
- затраты на проведение конверсионных мероприятий;
- выкуп государственного имущества.

Предельный размер кредита в долгосрочные активы устанавливается индивидуально в каждом конкретном случае, в зависимости от потребности кредитополучателя в средствах. Определяется исходя из:

- сметной стоимости кредитуемого проекта, рассчитанной на основе проектно-сметной документации;
- размера других источников финансирования проекта (предпочтительно, чтобы доля других источников финансирования проекта составляла не менее 20-30%. Однако, по усмотрению банка, кредит может быть выдан и в размере полной стоимости затрат инвестиционного проекта).

Размер кредита, предоставляемого одному кредитополучателю, ограничивается установленными НБ РБ экономическими нормативами:

- размером риска на одного клиента (группу взаимосвязанных клиентов);
- максимальным размером крупных рисков.

Кредитование осуществляется:

- единовременным предоставлением денежных средств;
- открытием кредитной линии, в том числе возобновляемой, с правом на получение и использование в течение обусловленного срока денежных средств с установлением лимита выдачи и лимита задолженности.

Целевое использование кредита может устанавливаться в кредитном договоре следующими способами:

- на кредитополучателя возлагается обязанность использовать предоставленные денежные средства на приобретение определенных вещей, включая ценные бумаги и иное имущество, в том числе имущественные права, оплату работ и (или) услуг и любые иные цели, не запрещенные законодательством Республики Беларусь;

- для кредитополучателя устанавливается запрет на вложение предоставленных денежных средств в определенные виды деятельности.

Возможно комбинированное установление целевого использования кредита с одновременным использованием обоих способов.

Предельный срок кредитования определяется с учетом освоения введенных мощностей и срока окупаемости кредитуемого проекта, базой для расчета которого является чистая прибыль в распоряжении предприятия, полученная за счет внедрения кредитуемого проекта.

Банком утверждаются локальные нормативные акты, в которых предусматриваются:

- обязательные условия и порядок предоставления (размещения) денежных средств и их возврата;
- процедура принятия решения о предоставлении (размещении) денежных средств;
- порядок определения правоспособности и платежеспособности (кредитоспособности) кредитополучателя;
- порядок определения стоимости имущества, принимаемого в залог в качестве обеспечения исполнения обязательства;
- виды и способы кредитования, при которых не осуществляется контроль за целевым использованием кредитов;
- порядок контроля за целевым использованием предоставленных кредитов.

4. Лизинг

В мире посредством лизинга в экономику инвестируется примерно треть общего объема инвестиций. Такая ситуация в определенной степени объясняется тем, что лизинг имеет ряд преимуществ:

1. Обеспечивается стопроцентное финансирование коммерческой сделки, что в особенности важно, если лизингополучатель имеет ограниченные возможности для получения долгосрочного банковского кредита.

2. Лизинговые взносы зафиксированы в договоре и не подлежат корректировке, вследствие чего средние и особенно длительные сроки договора служат средством страхования от инфляции. Зарубежный опыт показывает, что рост лизинговых операций приходится на время спада производства и замедляется во время стабилизации. В период инфляции банкам невыгодно давать долгосрочные кредиты и одним из путей технического перевооружения предприятий становится лизинг.

3. По сравнению с кредитом лизинг не требует сложного пакета гарантий по кредитной сделке, так как предприятие получает оборудование в собственность лишь при условии полного выкупа.

4. Оплата приобретенного в рассрочку оборудования относится на себестоимость продукции, произведенной лизингополучателем, что дает возможность предприятию снизить налогооблагаемую базу и платежи по налогу на прибыль.

5. Арендованные основные средства могут учитываться на забалансовом счете лизингополучателя, в результате чего не происходит увеличения налогооблагаемой базы по налогу на недвижимость.

Отличия лизинга от аренды приведены в таблице 4.

В Республике Беларусь сфера международного лизинга регулируется Постановлением СМ РБ «О лизинге на территории Республики Беларусь» Положение о лизинге (Постановление Совета Министров Республики Беларусь 04.06.2010 N 865), в котором определены объекты, субъекты лизинговой деятельности, виды лизинга и механизм реализации данного вида договоров.

Лизинговая деятельность – деятельность, связанная с приобретением одним юридическим лицом за собственные или заемные средства предмет лизинга в собственность и передачей его другому субъекту хозяйствования на срок и за плату во временное владение и пользование с правом или без права выкупа.

Таблица 4

Сравнительные характеристики лизинга и аренды

Показатели	Аренда	Лизинг
Субъекты отношений	Арендатор и арендодатель	Лизингодатель, лизингополучатель и поставщик (изготовитель имущества)
Объекты отношений	Любое имущество, не ограниченное в обороте, включая земельные участки и природные объекты	Любое движимое и недвижимое имущество, относящееся к основным фондам, кроме земельных участков, других природных объектов
Отношения с продавцом имущества	Имеет только арендодатель-покупатель	Лизингополучатель имеет права и несет обязанности покупателя, лизингодатель и получатель выступают солидарными кредиторами продавца
Ответственность наймодателя за недостатки переданного пользователю имущества	Отвечает арендодатель	Лизингодатель не отвечает за состояние имущества, кроме случаев, когда продавец выбирает он сам
Риск случайной гибели имущества	По общему правилу несет собственник-арендодатель	Несет пользователь-лизингополучатель
Обязанности наймодателя	Собственник имущества	Финансирование сделки
Страхование арендованного имущества	Как правило, производит собственник	Производит пользователь, если иное не предусмотрено в договоре
Правовая форма отношений	Двухстороннее соглашение об аренде имущества	Трехстороннее соглашение о лизинге
Право собственности пользователя на объект аренды после возмещения его стоимости	Если предусматривается, то в форме договора купли-продажи	Предусматривается опцион (привилегия) покупки
Расторжение договора по вине пользователя	Ведет к прекращению арендных платежей, кроме неустойки	Не освобождает лизингополучателя от полного погашения долга за весь срок, как если бы договор не был расторгнут
При расчете платежей за объект пользования учитываются	Спрос и предложение (конъюнктура рынка)	Цена объекта, срок договора, лизинговая ставка, остаточная стоимость имущества

Предметом договора финансовой аренды могут быть любые непотребляемые вещи, используемые для предпринимательской деятельности, кроме земельных участков и других природных объектов.

Виды лизинга

По *составу участников сделки* выделяют:

- классический лизинг (участвуют лизингодатель, лизингополучатель, банк-кредитор, компания-производитель оборудования),
- банковский лизинг (лизингодателем является банк, приобретающий оборудование по заказу лизингополучателя и сдающий его ему в аренду),
- прямой лизинг (лизингодателем является производитель оборудования).

В зависимости от *распределения обязанностей по текущему ремонту оборудования между лизингодателем и лизингополучателем* выделяют:

- полный лизинг (текущий ремонт и обслуживание оборудования осуществляет лизингодатель);
- чистый лизинг (расходы по обслуживанию оборудования несет лизингополучатель, указанные расходы не включаются в лизинговые платежи).

Положением предусмотрено заключение двух договоров лизинга: финансового и оперативного. Их характеристики представлены в таблице 5.

Таблица 5

Характеристика финансового и оперативного вида лизинга (по законодательству Республики Беларусь)

Характерные черты	Финансовый лизинг	Оперативный лизинг
Срок	Не менее одного года	Любой срок
Право выкупа	Имеется	Отсутствует
Процент возмещения лизингодателю стоимости объекта лизинга	Не менее 75%	Менее 75%
Возможность преждевременного расторжения договора	Не может быть расторгнут до окончания срока договора	Может быть расторгнут, но с выплатой более высоких процентов

Лизингополучатель может выступить одновременно в пределах одного договора в качестве продавца имущества, передаваемого в лизинг (возвратный лизинг).

Существенными условиями договора лизинга являются:

- предмет лизинга (его наименование, количественные и иные характеристики, позволяющие определенно установить имущество, подлежащее передаче в лизинг);

– указание на сторону, осуществляющую выбор предмета лизинга и продавца;

– контрактная стоимость предмета лизинга – стоимость передаваемого в лизинг предмета, определяемая по согласованию между лизингодателем и лизингополучателем в целях расчета лизинговых платежей, осуществления и отражения хозяйственных операций при исполнении договора лизинга, отражаемая в первичных учетных документах и включающая в себя, в том числе расходы лизингодателя, связанные с приобретением предмета лизинга (включая доставку, установку, монтаж предмета лизинга) и доведением его до состояния, в котором он пригоден к использованию лизингополучателем;

– размер либо порядок определения размера, способ и периодичность уплаты лизинговых платежей в соответствии с условиями договора;

– цена договора лизинга либо порядок ее определения (цена договора лизинга – совокупность лизинговых платежей, а также выкупной стоимости, если по условиям договора предусмотрен выкуп предмета лизинга);

– условие о сроке лизинга (срок лизинга – срок, на который предмет лизинга передается лизингополучателю во временное владение и пользование в соответствии с договором лизинга и который исчисляется с даты передачи предмета лизинга лизингополучателю и завершается датой его передачи в собственность лизингополучателя либо его возврата лизингодателю. Если предмет лизинга состоит из нескольких объектов, то дата передачи предмета лизинга или его составляющих определяется договором лизинга).

В договор лизинга по соглашению сторон могут быть включены и другие условия, предусматривающие в том числе:

– права и обязанности сторон в отношении объекта лизинга, включая право выкупа;

– право собственности на произведенные улучшения объекта лизинга;

– сведения о страховании объекта лизинга и рисков сделки;

– сведения о залоге по сделке, задатке, гарантиях и других способах обеспечения и исполнения обязательств;

– форс-мажорные обстоятельства.

Риски и выгоды, связанные с передачей и владением предмета лизинга, переходят к лизингополучателю.

Если договором лизинга не установлено иное, то риск:

– невыполнения продавцом обязанностей по договору купли-продажи предмета лизинга несет сторона, которая выбрала продавца;

– несоответствия предмета лизинга целям использования этого предмета по договору лизинга и связанные с этим убытки несет сторона, которая выбрала предмет лизинга.

Ответственность за сохранность предмета лизинга, а также риски, связанные с гибелью, утратой, порчей, хищением, прочим выбытием предмета лизинга, поломкой предмета лизинга, допущенной при его монтаже или эксплуатации, иные имущественные риски с момента получения предмета лизинга несет лизингополучатель, если иное не предусмотрено договором лизинга.

Утрата предметом лизинга эксплуатационных характеристик после его передачи лизингополучателю не освобождает лизингополучателя от исполнения обязательств по договору лизинга.

Амортизацию предмета лизинга осуществляет сторона (лизингодатель или лизингополучатель), у которой по условиям договора лизинга предмет лизинга учитывается на балансе в составе активов. Величина и порядок начисления амортизации предмета лизинга устанавливаются согласно договору лизинга по согласованию между лизингодателем и лизингополучателем в соответствии с законодательством. Сумма начисленной амортизации не должна превышать разницу между контрактной стоимостью предмета лизинга и его выкупной стоимостью.

Ключевым моментом заключения договора является определение сумм лизингового платежа.

Лизинговый платеж – это выплата лизингодателю, осуществляемая лизингополучателем за предоставленное ему право пользования лизинговым имуществом и обеспечивающая лизингодателю возмещение его финансовых затрат на приобретение имущества и получение прибыли.

Лизинговый платеж включает в себя суммы:

- 1) вознаграждения лизингодателя
- 2) полностью или частично (если договором лизинга предусмотрен выкуп предмета лизинга либо договор лизинга прекращен досрочно) возмещающие расходы лизингодателя на:

– приобретение предмета лизинга, осуществление действий, непосредственно связанных с изготовлением, доведением (доработкой) его до состояния, пригодного к использованию в соответствии с

договором лизинга, и передачей его лизингополучателю, включая таможенные платежи расходы на погрузочно-разгрузочные работы, доставку и страхование при перевозке и поставке предмета лизинга; установку, монтаж, а также строительство необходимых для применения предмета лизинга конструкций (сооружений); покупку валюты для расчетов по обязательствам, связанным с приобретением предмета лизинга, в том числе сумму разницы между курсом покупки и курсом Национального банка на момент покупки до ввода (передачи) предмета лизинга в эксплуатацию;

- выплату процентов, комиссионных и иных платежей по кредитному договору (договору займа), заключенному в целях финансирования приобретения предмета лизинга до и после его передачи в лизинг; аккредитиву до и после передачи предмета в лизинг;

- выпуск ценных бумаг, эмитированных в целях финансирования приобретения предмета лизинга, и выплату доходов (процентов) по ним до и после его передачи в лизинг;

- привлечение гарантии для обеспечения обязательств лизингодателя, если такая гарантия предоставлялась;

- уплату налогов, сборов (пошлин) и иных обязательных платежей в республиканский или местные бюджеты, в том числе в государственные целевые бюджетные фонды и внебюджетные фонды, начисляемых на предмет лизинга и на земельный участок, занятый предметом лизинга;

- все виды страхования предмета лизинга, риска неуплаты лизинговых платежей и других рисков, возникающих при исполнении договора лизинга, а также при государственной регистрации предмета лизинга (прав на него) и (или) договора лизинга, если страхование и (или) регистрацию осуществляет лизингодатель;

- текущий и (или) капитальный ремонт предмета лизинга, а также расходы, связанные с изменениями предмета лизинга в соответствии с договором лизинга, если этот ремонт или иные работы по изменению предмета лизинга в соответствии с договором лизинга осуществляет лизингодатель;

- покупку валюты для расчетов по обязательствам, связанным с приобретением предмета лизинга, в том числе сумму разницы между курсом покупки и курсом Национального банка на момент покупки после ввода (передачи) предмета лизинга в эксплуатацию.

Уплачиваемый лизингополучателем до начала срока лизинга платеж (авансовый платеж) засчитывается в счет уплаты первого и

(или) последующих платежей на протяжении срока лизинга и не должен превышать 40 процентов контрактной стоимости предмета лизинга с учетом налога на добавленную стоимость.

Способ, форма и периодичность уплаты лизинговых платежей определяется в договоре лизинга.

По **форме выплаты** различают лизинговые платежи

- в денежной форме (национальной или иностранной валюте);
- в компенсационной форме (продукцией, услугами);
- в смешанной форме.

По **периодичности** платежи подразделяются на выплачиваемые: ежегодно; раз в полугодие; ежеквартально; ежемесячно.

Наряду с периодическими платежами возможны единовременные платежи, при которых предусматривается выплата лизингодателю аванса или отсрочка выплаты первого платежа на более поздний срок (так обычно лизинговыми компаниями практикуется выплата аванса лизингополучателем в размерах от 20 до 25-30%).

По **способам уплаты** различают:

- платежи равными долями;
- с увеличивающимися размерами (прогрессивные);
- с уменьшающимися размерами (регрессивные).

В результате разрабатывается график лизинговых платежей, который определяет размер и периодичность их уплаты и является основанием для отражения данной операции в учете и исчисления налогов.

Оценка эффективности лизинговой сделки предполагает сопоставление стоимости заемного капитала при финансовом лизинге и банковском кредите, а также дисконтированного потока платежей по лизингу с аналогичным потоком платежей по кредиту для наиболее вероятного варианта получения компанией банковского кредита с учетом разницы приведенной стоимости «налогового щита».

5. Бюджетное финансирование

Бюджетное финансирование предполагает направление государственных бюджетных и внебюджетных инвестиционных ресурсов (средств республиканского и местных бюджетов, специальных внебюджетных фондов) на создание и воспроизводство основных средств.

Государственные бюджетные инвестиционные вложения предоставляются на безвозвратной и возвратной основе и предназначаются для приоритетных направлений экономической политики государства, обеспечивающих структурную перестройку экономики, сохранение и развитие производственного и непроизводственного потенциалов страны, решение социальных и других проблем, которые невозможно осуществить за счет иных источников финансирования.

При бюджетном методе инвестирования государственные централизованные инвестиционные ресурсы могут:

- непосредственно направляться для финансирования целевых программ, государственных нужд,
- использоваться для оказания государственной поддержки инвестиционных проектов путем выдачи гарантий и предоставления налоговых и других льгот инвесторам.

Бюджетному финансированию присущ ряд принципов:

- направление средств для реализации высокоэффективных и социально значимых проектов;
- целевой характер использования бюджетных средств;
- предоставление бюджетных ресурсов стройкам и подрядным организациям по мере выполнения плана и с учетом использования ранее выделенных ассигнований.

Формы государственного финансирования:

- 1) финансовая поддержка высокоэффективных инвестиционных проектов;
- 2) финансирование в рамках целевых программ;
- 3) финансирование в рамках и государственных внешних заимствований.

Доля участия бюджетных средств в общей сметной стоимости проекта зависит от его категории.

1. *Категория А* – проекты, обеспечивающие производство конкурентоспособной продукции при условии защищенности ее патентами на изобретение как Республики Беларусь, так и других государств. Размер государственной поддержки, осуществляемой путем предоставления возвратных бюджетных средств, составляет 50%;

2. *Категория Б* – проекты, обеспечивающие производство экспортных товаров несырьевых отраслей, имеющих спрос на внешнем рынке, при условии, что доля поставки на экспорт должна быть не менее 30% от объема реализуемой продукции (40%);

3. *Категория В* – проекты, обеспечивающие производство

импортозамещающей продукции с уровнем цен не менее чем на 30% ниже импортируемой (30%);

4. *Категория Г* – проекты, обеспечивающие производство продукции, пользующейся спросом на внутреннем рынке (20%).

Самый большой размер использования бюджетных средств (80%) предусмотрен для проектов по созданию и развитию производств, основанных на новых и высоких технологиях.

Финансирование победивших на конкурсе проектов за счет бюджетных инвестиционных ресурсов происходит после проведения тендера среди поставщиков товаров (работ, услуг), необходимых для реализации инвестиционного проекта.

Бюджетная эффективность инвестиционных проектов оценивается по требованию органов государственного или регионального управления.

Основой для расчета является показатель бюджетного эффекта по каждому календарному году. Этот показатель определяется как превышение доходов соответствующего бюджета над его расходами.

В состав **доходов (денежных притоков)** бюджета при оценке его эффективности включаются:

- притоки поступлений в бюджет за счет доходов от налогов и неналоговых платежей, связанных с реализацией инвестиционного проекта. При этом, если проекту оказывается господдержка, определяются дополнительные поступления в бюджет как сальдо налогов и платежей в бюджет без оказания и при оказании господдержки;

- возврат бюджетных средств (платежи в погашение кредитов, выданных из соответствующего бюджета участниками инвестиционного проекта).

К **расходам (оттокам) бюджетных средств**, обусловленных реализацией инвестиционного проекта, относятся:

- льготы по налогам и таможенным платежам;
- привлечение централизованных источников финансирования на конкурсной основе;
- компенсация потерь банкам по льготному кредитованию;
- другие виды государственного участия.

Инновационные фонды образуются министерствами, государственными организациями, подведомственными республиканским органам государственного управления, учреждениями, подчиненными Правительству Республики Беларусь, за счет отчислений подведом-

ственных им предприятий в размерах, ежегодно устанавливаемых Законом о государственном бюджете.

В настоящее время отчисления в инновационные фонды производятся в размере до 0,25 % от себестоимости продукции (работ, услуг) с отнесением этих отчислений на себестоимость.

Средства инновационных фондов используются для финансирования государственных, отраслевых и региональных научно-технических программ, отдельных научно-технических и инновационных проектов.

За счет средств инновационных фондов финансируются:

- мероприятия по развитию производства продукции (работ, услуг), включая научно-исследовательские, опытно-конструкторские, опытно-технологические работы и освоение новых видов наукоемкой продукции;

- мероприятия по расширению, реконструкции, техническому перевооружению, новому строительству;

- приобретение оборудования, не входящего в сметы строек, проектно-изыскательских работ;

- мероприятия по улучшению экологии;

- выполняемые на договорной основе важнейшие научно-исследовательские, опытно-конструкторские, опытно-технологические работы и освоение новых видов наукоемкой продукции, направленные на реализацию приоритетных межотраслевых и отраслевых научно-технических направлений;

- отдельные отраслевые научно-технические и инновационные проекты;

- развитие научно-технической информации, проведение научных и научно-практических мероприятий (конференций, семинаров, выставок);

- отраслевые программы по энергосбережению;

- возмещение потерь банкам-агентам за предоставление льготных кредитов на финансирование мероприятий по энергосбережению, а также уплата процентов по льготным кредитам, предоставленным конверсионным предприятиям;

- инвестиционные проекты конверсионных мероприятий;

- разработка бизнес-планов инвестиционных проектов и другие цели.

Финансирование за счет средств инновационных фондов осуществляется на конкурсной основе с проведением экспертизы представляемых проектов.

Наряду с выделенными на безвозвратной основе, средства инновационных фондов могут предоставляться организациям, участвующим в образовании инновационных фондов на возвратной основе. При этом сроки и условия возврата предусматриваются в отраслевых положениях о порядке поступления и использования средств инновационных фондов.

6. Проектное финансирование

Термин «проектное финансирование» стал в последнее время весьма популярным, часто используемым в лексиконе банкиров, инвесторов, промышленников. Целый ряд коммерческих банков создали отделы, управления и даже департаменты проектного финансирования. Вместе с тем представление о том, что такое «проектное финансирование», весьма приблизительное, а иногда и просто неверное.

Анализ зарубежной теории и практики «проектного финансирования» показывает, что даже на Западе нет однозначного понимания данного термина, который используется, по крайней мере, в двух смыслах:

1. как целевое кредитование заемщика для реализации инвестиционного проекта без регресса (оборота) или с ограниченным регрессом кредитора на заемщика. Причем обеспечением платежных обязательств заемщика исключительно или в основном являются денежные доходы, генерируемые объектом инвестиционной деятельности (а также активы, относящиеся к инвестиционному проекту).

2. как способ мобилизации различных источников финансирования и комплексного использования разных методов финансирования конкретных инвестиционных проектов и оптимального распределения связанных с реализацией проектов финансовых рисков.

Если в начале 70-х годов «проектное финансирование» понималось исключительно в первом смысле, то сегодня преобладает понимание во втором смысле.

В зависимости от того, какую долю риска принимают на себя кредиторы, выделяют следующие типы проектного финансирования:

Без регресса на заемщика (классическая схема). Все риски, связанные с реализацией проекта, принимает на себя кредитор. В

этом случае стоимость заемных средств высока. Учитывая высокий уровень риска, этот тип проектного финансирования используется крайне редко в случаях финансирования проектов, имеющих высокий уровень рентабельности, предполагающих выпуск конкурентоспособной продукции с большим жизненным циклом (добыча и переработка полезных ископаемых). При этом виде сделки кредитор не имеет никаких гарантий от заемщика, поэтому желает получить наибольшую выгоду.

С ограниченным регрессом на заемщика. Все риски распределяются между участниками так, что каждый принимает на себя зависящий от него риск. Стоимость средств умеренная. При этом участники заинтересованы в общей эффективной реализации проекта, поскольку в случае его провала требования кредиторов распространяются только на активы, созданные в ходе реализации проекта. Этот тип проектного финансирования используется при строительстве объектов и является достаточно распространенным.

С полным регрессом на заемщика (наиболее приближена к банковскому финансированию). Кредитор в этом случае не принимает на себя никаких рисков, связанных с проектом, ограничивая свое участие предоставлением средств против гарантий спонсор (организаторов) проекта или третьих сторон, не анализируя (в некоторых случаях анализируя) генерируемые проектом потоки наличности. Стоимость заемного капитала в этом случае более низкая. Этот тип проектного финансирования является наиболее распространенным. Это вызвано тем, что данная форма финансирования отличается быстротой получения необходимых инвестору средств, а также более низкой стоимостью кредита.

Применяется эта форма финансирования в следующих случаях:

- для финансирования проектов, выполняемых по заказам государства;
- для финансирования небольших проектов, которые чувствительны даже к небольшому увеличению расходов, не предусмотренных первоначальными расчетами;
- при финансировании малорентабельных проектов.

В странах с переходной экономикой преобладает упрощенное представление о проектном финансировании, как о банковском долгосрочном кредитовании промышленных инвестиционных проектов. В этом случае возникает резонный вопрос: значит, проектное финансирование существовало и раньше, когда банки принимали активное

участие в финансировании промышленного производства? Конечно же, нет. Долгосрочное банковское кредитование инвестиционных проектов может рассматриваться при определенных условиях лишь одной из форм проектного финансирования, его частным случаем.

Поэтому обратим внимание на некоторые его особенности по сравнению с традиционным банковским кредитованием инвестиционных проектов.

Основные отличительные черты проектного финансирования от традиционного кредитования реальных инвестиций:

Первая. При реализации проектного финансирования (особенно масштабных проектов) оказываются задействованными многие участники:

- спонсоры (и/или инициаторы) проекта;
- проектная компания (учреждаемая спонсорами и/или инициаторами);
- кредиторы (банк, банки, банковский консорциум);
- консультанты;
- подрядчики (генеральный подрядчик, субподрядчики);
- поставщики оборудования;
- страховые компании и банки-гаранты;
- институциональные инвесторы (приобретающие акции и другие ценные бумаги, эмитируемые проектной компанией);
- покупатели товаров и услуг, производимых на объекте инвестиционной деятельности;
- оператор (компания, управляющая объектом инвестиционной деятельности после его ввода в эксплуатацию);
- другие участники.

Полноправным участником проектного финансирования является сама промышленная компания.

Частным случаем проектного финансирования является корпоративное проектное финансирование, когда источником финансирования инвестиционного проекта выступают собственные средства компании, прежде всего амортизационный фонд и нераспределенная прибыль.

В том случае, если основными источниками финансирования инвестиционного проекта являются банковские кредиты (выдаваемые на определенных условиях), можно говорить о банковском проектном финансировании. Следовательно, банковское кредитование может быть частным случаем проектного финансирования.

Нередко для обеспечения координации всех участников, повышения эффективности работы участников создаются консорциумы – временные соглашения о производственной, коммерческой, финансовой кооперации, или товарищества.

Вторая. Важнейшим признаком проектного финансирования является наличие, так называемой, «проектной компании». Проектная компания (ПК) создается спонсорами (инициаторами) проекта исключительно в целях реализации проекта. Если при обычных кредитных операциях банк интересуется финансовыми результатами деятельности заемщика в кредитующие годы, его репутацией и надежностью, то в отношении ПК все это теряет смысл. Свои усилия банк сосредоточивает на оценке самого инвестиционного проекта и на вопросах гарантий, обеспечивающих деятельность ПК. Чаще всего создание ПК диктуется тем, что получение проектного кредита отражается на балансе ПК, а не на балансе учредителей, которые этой операцией не хотели бы ухудшать свое финансовое положение. Такой метод кредитования носит название «вне баланса». Возможности внебалансового финансирования зависят от законодательства, определяющего правила бухгалтерского учета и отчетности относительно консолидации балансов дочерних фирм. Как известно, внебалансовая задолженность не так страшна для компании-спонсора, т.к. обычно не учитывается банками и рейтинговыми агентствами при оценке ее платежеспособности.

Третья. Преобладающей тенденцией развития проектного финансирования в промышленно развитых странах является использование различных источников и методов финансирования инвестиционных проектов (банковских кредитов, эмиссии акций, паевых взносов в акционерный капитал, фирменных кредитов, облигационных займов, финансового лизинга, собственных средств промышленных компаний, государственных средств (в виде кредитов, субсидий, гарантий льгот) и т.д.). На западе появился даже специальный термин финансовое конструирование, означающий деятельность по построению оптимальных (с точки зрения прибыльности и надежности) схем финансирования различных проектов и сделок.

Четвертая. Кредитные операции в рамках проектного финансирования характеризуются повышенным риском, так как при классической схеме проектного финансирования банк выдает кредит заемщику без права регресса (оборота) на последнего. Единственным источником вознаграждения банка являются доходы, получаемые от реализа-

ции инвестиционного проекта. В обмен на принятие рисков коммерческий банк получает право на повышенный процент, премию. Банк во многих случаях действует как предприниматель, активно вникая в вопросы разработки и реализации инвестиционного проекта, управления введенного в эксплуатацию объекта. Следовательно, банк рассчитывает на получение не только процента, но и предпринимательского дохода. Поэтому проектное финансирование является инструментом активного сращивания банковской и промышленных сфер.

Пятая. В силу повышенных рисков при осуществлении проектного финансирования кредитор особое внимание уделяет вопросам контроля за реализацией проекта. В некоторых случаях эту функцию выполняет сам кредитор, в некоторых – специальная компания, приглашаемая для осуществления надзорных функций («сопровождения» проекта). Нередко с этой целью кредитор или от его имени и по его поручению специальная компания подписывает с заемщиком соглашение о реализации проекта, являющееся неотъемлемой частью кредитного договора. В проектном соглашении определяются права кредитора или специальной компании по запросу всей необходимой информации, относящейся к проекту, по доступу инспекторов на площадку и объекты и т.д. Важнейшей обязанностью заемщика является предоставление регулярных отчетов о ходе работ, подписываемых контрактах, о возникновении возможных препятствий для реализации проекта, о соблюдении строительных, технических, экологических и иных норм, о проведении работ в строгом соответствии с технической документацией. В некоторых случаях затраты по надзору (контролю) за реализацией проекта могут достигать 5 и более процентов от общего объекта инвестиций в проект.

Шестая. Проектное финансирование, характеризуясь в целом повышенными рисками для банка-кредитора, имеет внешнее сходство с венчурным (рисковым) финансированием (ВФ). Однако эти механизмы финансирования принципиально различны.

Венчурное финансирование:

- осуществляется из фондов венчурного бизнеса, которые специально создаются для финансирования проектов с высокими и очень высокими рисками;
- финансируются проекты, связанные с разработкой новых технологий и новых продуктов;
- преобладают риски научно-технического характера и коммерческие (рыночные) риски;

– закладываются допустимые нормы убытков, что не является чем-то чрезвычайным для венчурных фондов, когда в убытки из-за провалов в реализации проектов списывается 50 и более процентов капитала. На учредителях венчурных фондов такие убытки не отражаются слишком серьезно.

Проектное финансирование:

– имеет дело в большинстве случаев с более или менее известными технологиями, а проекты чаще всего ориентированы на выпуск традиционных товаров и услуг (на первом месте среди них нефть, газ, другие энергоносители, золото, другие ликвидные сырьевые товары);

– преобладают проектные риски (задержки ввода в действие объекта; превышение сметы по строительству; низкое качество оборудования и строительных работ, повышения цен на сырье и другие элементы издержек производства; некавалифицированное управление объектом на стадии эксплуатации и т.п.);

– убытки для участников проектного финансирования являются неприемлемыми.

На современном этапе «классическая» схема проектного финансирования (без регресса на заемщика) с принятием банком всех рисков, применяется довольно редко. Прежде всего, это связано с дефицитом проектов, которые обещали бы сверхвысокие прибыли.

Поэтому преобладают схемы проектного финансирования с ограниченным регрессом на заемщика. В этом случае одним из основных методов управления проектными рисками (т.е. рисками, связанными с реализацией инвестиционных проектов) является распределение этих рисков между всеми участниками реализации проектов. На разных стадиях проектного цикла роль отдельных участников в покрытии рисков меняется. Так, на инвестиционной стадии кредитующий банк, как правило, снимает с себя ответственность за качественное и своевременное завершение строительно-монтажных работ. Риски, связанные с качеством объекта и сроками его ввода в эксплуатацию, возлагаются на заемщика, подрядчика, поставщиков машин и оборудования. На этапе эксплуатации объекта банк обычно берет на себя часть коммерческих, страновых, валютных и иных рисков.

Применяются и схемы финансирования, предусматривающие полный оборот банка на заемщика. Хотя их относят нередко к категории проектного финансирования, фактически речь идет о традиционном банковском кредитовании инвестиционных проектов, когда обес-

печением платежных обязательств заемщика выступает не только (а иногда не столько) качество проекта, сколько денежные доходы заемщика от его общей хозяйственной деятельности, а также его активы и разного рода гарантии и поручительства.

В схемах проектного финансирования без оборота и с ограниченным оборотом на заемщика особое внимание уделяется вопросам выявления, оценки и снижения рисков при реализации инвестиционных проектов. Как правило, ведущую роль в этом играет банк, который:

- проводит проектный анализ, т.е. осуществляет оценку инвестиционного проекта: эффективности инвестиций, динамики денежных потоков, перспектив реализации продукции, проектных рисков и т.д.

Для многих банков проектное финансирование стало новой и достаточно крупной нишей на рынке банковских услуг. Они выступают на рынке проектного финансирования в качестве банков-кредиторов, гарантов, инвестиционных брокеров (инвестиционные банки), финансовых консультантов и т.д. Принципиально новым видом банковской деятельности стал консалтинг в области проектного финансирования. Специализированными банками-консультантами осуществляется следующий набор услуг:

- поиск, отбор и оценка инвестиционных проектов;
- подготовка всей технико-экономической документации по проекту;
- разработка схем финансирования проектов, ведение предварительных переговоров с банками, фондами и другими институтами на предмет их участия в финансировании проекта;
- подготовка всего пакета документов по проекту (включая предварительные соглашения по реализации товаров и услуг);
- оказание содействия в ведении переговоров и подписания кредитных соглашений, соглашений о создании консорциумов и т.д.

Для заемщика средств в рамках проектного финансирования, кроме очевидных преимуществ этой схемы (прежде всего ограниченная ответственность перед кредитором), имеются и определенные минусы:

- повышенный процент по кредиту в связи с высокими рисками, а также повышенный комиссионный (комиссия за оценку проекта, комиссия за организацию финансирования, комиссия за надзор и т.д.);

– высокие затраты по предпроектным работам (подготовка технико-экономического обоснования, работы по уточнению запасов полезных ископаемых, оценка воздействия будущего проекта на окружающую среду, углубленные маркетинговые исследования, другие вспомогательные предпроектные работы и исследования); эти затраты несет потенциальный заемщик, без наличия детально проработанной предпроектной документации банк, как правило, заявку на финансирование проекта не рассматривает;

– достаточно длительный период времени от подачи заявки до **принятия** решения о финансировании (это связано с тщательной оценкой предпроектной документации банком и большим объемом работ по организации финансирования (создание банковского консорциума и т.д.);

– чрезвычайно жесткий контроль за деятельностью заемщика (финансовый, производственный, **коммерческий**) со стороны банк);

– в некоторых случаях риск потери заемщиком своей независимости (если кредитор оговаривает за собой право приобретения акций компании в случае удачной реализации проекта).

Поэтому в ряде ситуаций для заемщика предпочтительнее будут «традиционные» схемы финансирования инвестиционных проектов (кредиты под залоговое обеспечение, гарантии и **поручительства; эмиссия акций и облигаций; лизинг и т.д.**).

Среди причин крайне незначительного развития проектного финансирования можно отметить отсутствие действенного механизма поиска и подготовки проектов, несовершенство методики их финансового анализа, недостаток опыта в проектом финансировании, нехватку квалифицированных специалистов и т.п.

Коммерческая и кредитная документация по проектному финансированию довольно сложна и должна подкрепляться законодательной и нормативной основами. Необходимо законодательное оформление всех видов обязательств, тонкостей распределения рисков и прибылей, политических и страховых рисков

7. Концессия

Основной документ – Инвестиционный кодекс Республики Беларусь (Раздел III Особенности осуществления инвестиционной деятельности на основе концессий).

В целях создания благоприятных условий для развития экономики и привлечения в республику иностранных инвестиций утвержден перечень объектов, предлагаемых для передачи в концессию (Указ Президента Республики Беларусь от 28.01.2008 N 44 (ред. Указа Президента Республики Беларусь от 28.11.2011 N 557) «Об утверждении перечня объектов, предлагаемых для передачи в концессию»).

Нормы Указа устанавливают что, концессионный орган, уполномоченный на заключение концессионных договоров в отношении объектов, предлагаемых для передачи в концессию, включенных в перечень, утвержденный настоящим Указом, определяется Советом Министров Республики Беларусь, а проекты основных условий концессионных договоров по каждому из объектов концессии определяются концессионным органом. Кроме того, реализация инвестиционных проектов в отношении объектов, предлагаемых для передачи в концессию, включенных в перечень, утвержденный настоящим Указом, может осуществляться на основании инвестиционного договора с Республикой Беларусь по решению Президента Республики Беларусь.

В целях совершенствования правового регулирования инвестиционной деятельности в отношении недр с 1 января 2012 года вступил в силу Указ Президента Республики Беларусь от 03.10.2011 № 442 «О некоторых вопросах осуществления инвестиционной деятельности в отношении недр», нормами которого установлено, что реализация инвестиционных проектов на территории Республики Беларусь в отношении недр может осуществляться на основании инвестиционного договора с Республикой Беларусь, заключаемого в соответствии с Декретом Президента Республики Беларусь от 6 августа 2009 г. № 10 «О создании дополнительных условий для инвестиционной деятельности в Республике Беларусь» или концессионного договора.

В целях реализации настоящего Указа разработаны и с 1 января 2012 года вступили в силу Положение «О порядке заключения, изменения, прекращения концессионного договора» и Положение «О порядке проведения торгов по выбору инвестора», утвержденные постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 28.12.2011 № 1743 «О мерах по реализации Указа Президента Республики Беларусь от 3 октября 2011 г. № 442».

Под **концессией** понимается договор, заключаемый Республикой Беларусь с лицом, указанным в статье 52 настоящего Кодекса, о передаче на возмездной основе на определенный срок права на осуществление на территории Республики Беларусь отдельного вида дея-

тельности, на которую распространяется исключительное право государства, либо права пользования имуществом, находящимся в собственности Республики Беларусь.

Объекты концессии:

- право на осуществление отдельных видов деятельности, на которые в соответствии с законодательными актами Республики Беларусь закреплено исключительное право государства, - по решению Президента Республики Беларусь;

- недра, воды, леса, земли, а также объекты (в том числе предприятия как имущественные комплексы в целом либо их части), которые в соответствии с законом могут находиться только в собственности государства, - в соответствии с перечнем, утвержденным Президентом Республики Беларусь.

По одному концессионному договору концессионеру может быть передано одновременно несколько разных объектов.

К концессионным договорам относятся:

- полный концессионный договор;
- концессионный договор о разделе продукции;
- концессионный договор об оказании услуг (выполнении работ).

Под полным концессионным договором понимается концессионный договор с сохранением за концессионером права собственности на произведенную им продукцию. При этом, если иное не определено в концессионном договоре, концессионер уплачивает все установленные законодательными актами Республики Беларусь налоги и другие обязательные платежи.

Под концессионным договором о разделе продукции понимается концессионный договор, согласно условиям которого произведенная в соответствии с договором продукция делится между концессионером и Республикой Беларусь в порядке и размерах, определяемых концессионным договором.

При этом концессионер в соответствии с условиями договора полностью или частично освобождается от уплаты налогов и других обязательных платежей, установленных законодательными актами Республики Беларусь, в связи с передачей Республике Беларусь права собственности на часть произведенной им продукции.

Под концессионным договором об оказании услуг (выполнении работ) понимается концессионный договор, в силу которого право собственности на произведенную в соответствии с договором про-

дукцию передается Республике Беларусь. Концессионер за оказанные им услуги (выполненные работы) получает вознаграждение.

При заключении концессионного договора об оказании услуг (выполнении работ) с риском вознаграждение концессионеру выплачивается лишь при условии достижения концессионером результата, предусмотренного в концессионном договоре.

При заключении концессионного договора об оказании услуг (выполнении работ) без риска вознаграждение концессионеру выплачивается за оказанные им услуги (выполненные работы) вне зависимости от достигнутого результата.

Концессионный договор в качестве обязательных условий должен включать в себя указание на:

срок действия концессионного договора;

- виды деятельности, осуществляемой в соответствии с договором, или описание имущества, являющегося объектом концессии;
- права сторон по принятию решений, связанных с выполнением договора;
- обязательства концессионного органа перед концессионером по выдаче ему разрешительных документов, необходимых для осуществления предусмотренной договором деятельности;
- право собственности на произведенную продукцию и полученную прибыль (доходы) в соответствии с требованиями настоящего Кодекса;
- территорию Республики Беларусь или ее часть, на которой концессионер имеет право, в том числе и исключительное, осуществлять отдельные виды деятельности (если объектом концессии является право на осуществление отдельных видов деятельности), а также программу и график работ, выполняемых в соответствии с договором;
- обязанность концессионера соблюдать трудовое законодательство Республики Беларусь и правила техники безопасности;
- обязанность концессионера соблюдать законодательство Республики Беларусь в области охраны окружающей среды и рационального использования природных ресурсов;
- порядок проверки деятельности концессионера;
- ответственность сторон договора;
- порядок и орган разрешения споров (включая международный арбитраж для иностранного инвестора), вытекающих из концессионного договора.

Помимо названных обязательных условий концессионный договор может включать также:

- обязательства концессионера по обеспечению финансирования деятельности, предусмотренной договором;
- формы и порядок государственного участия в концессионном договоре;
- обязательства концессионера по использованию новых и высоких технологий;
- взаимные обязательства сторон по развитию производственной и социальной инфраструктуры региона;
- порядок изменения концессионного договора;
- право концессионера на вывоз из Республики Беларусь произведенной в результате выполнения договора принадлежащей ему продукции и полученной прибыли (доходов);
- обязательство концессионера использовать при выполнении договора товары (работы, услуги), произведенные в Республике Беларусь, при условии соответствия их требованию конкурентоспособности;
- обязательства концессионера - иностранного инвестора по найму и обучению работников из числа физических лиц Республики Беларусь;
- иные условия в зависимости от вида концессионного договора, специфики конкретного объекта концессии.

Тема 12

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

1. Понятие, виды и концептуальная схема оценки эффективности инвестиционного проекта

Инвестиции выступают одним из ресурсов в экономической системе. Как любой ресурс они являются ограниченными и должны использоваться эффективно. Освоение инвестиций осуществляется через разработку и реализацию инвестиционных проектов. Следовательно, возникает необходимость в оценке эффективности инвестиционных проектов. В условиях технического прогресса проблема усложняется по следующим причинам:

- расширение диапазона инвестиционных возможностей (направлений развития предприятия);
- сокращение длительности жизненного цикла применяемых техники и технологий и расширение инвестиционных потребностей;
- увеличение капиталоемкости большинства инвестиционных проектов.

В результате ошибки, допускаемые при выборе инвестиционных проектов по результатам оценки их эффективности, исправить или хотя бы компенсировать крайне сложно или невозможно. Часто единственной возможностью является своевременное прекращение работ и начало нового инвестиционного проекта.

Таким образом, правильная оценка эффективности инвестиционного проекта становится залогом обеспечения конкурентоспособности предприятия и его продукции в долгосрочной перспективе.

Эффективность – синтетическая категория. Она позволяет судить о том, какой ценой достигается поставленная в проекте цель.

Чаще всего ее трактуют как выражение соотношения результатов и затрат, но можно трактовать и как соотношение эффекта и единовременных затрат.

Вместе с тем, такой подход не в полной мере соответствует условиям осуществления инвестиционной деятельности. Получение результата (эффекта) важно, но недостаточно для принятия управленческого решения об инвестировании средств. Главное – в нем отсутствует требование инвестора к соотношению результатов и затрат. Инвесторам и другим участникам важно не просто получить эффект

от инвестиций, а получить требуемый уровень доходности, который соответствует его представлениям об эффективности инвестирования. В связи с этим в динамических моделях эффективность можно представить как соотношение результатов и затрат, приведенных в сопоставимый вид в соответствии с представлениями инвестора о приемлемой для него норме дохода.

Учитывая вышеизложенное, **эффективность инвестиционного проекта** представляет собой экономическую категорию, отражающую соответствие проекта и заложенных в нем технических, технологических, организационных, маркетинговых и других решений целям и интересам его участников.

Эффективность инвестиционного проекта определяют для решения ряда задач:

1) оценки потенциальной целесообразности реализации проекта, т. е. проверки условия, согласно которому совокупные результаты превышают затраты всех видов в приемлемых для инвесторов размерах;

2) оценки преимуществ рассматриваемого проекта в сравнении с альтернативными;

3) ранжирования проектов по принятой системе показателей эффективности с целью их последующего включения в инвестиционную программу в условиях ограниченных финансовых и других ресурсов.

В практике обоснования инвестиций и оценки выгоды от реализации конкретного проекта принято оценивать эффективность проекта в целом и эффективность проекта с позиций его отдельных участников (эффективность конкретного участия в проекте) (рис. 3).

Эффективность проекта в целом включает общественную эффективность проекта и коммерческую эффективность.

Показатели общественной эффективности учитывают социально-экономические последствия осуществления проекта для общества в целом, включая непосредственные результаты и затраты проекта, а также внешние затраты и результаты (например, в смежных отраслях экономики), экологические, социальные и иные внешнеэкономические эффекты.

Показатели коммерческой эффективности учитывают финансовые последствия осуществления проекта для предприятия, которое его реализует. При этом учитывается, что предприятие несет все необходимые для проекта затраты и пользуется его результатами. Пока-

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



Рис. 3 Виды эффективности инвестиционного проекта

Эффективность участия в проекте определяется с целью проверки реализуемости инвестиционного проекта и заинтересованности в его осуществлении всех его участников. Она включает:

- эффективность участия предприятий в проекте (эффективность инвестиционного проекта для предприятий-участников);
- эффективность инвестирования в акции предприятия, осуществляющего проект (эффективность для акционеров и акционерных предприятий-участников проекта);
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня по отношению к предприятиям-участникам проекта, в том числе региональную и народнохозяйственную эффективность, его отраслевую эффективность (для отдельных отраслей, финансово-промышленных групп, объединений предприятий и холдинговых структур);
- бюджетную эффективность (эффективность участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех

уровней), если в инвестировании проекта предусматривается государственная поддержка.

На основе выделения двух видов эффективности оценку эффективности инвестиционного проекта рекомендуется проводить в два этапа (рис. 4).

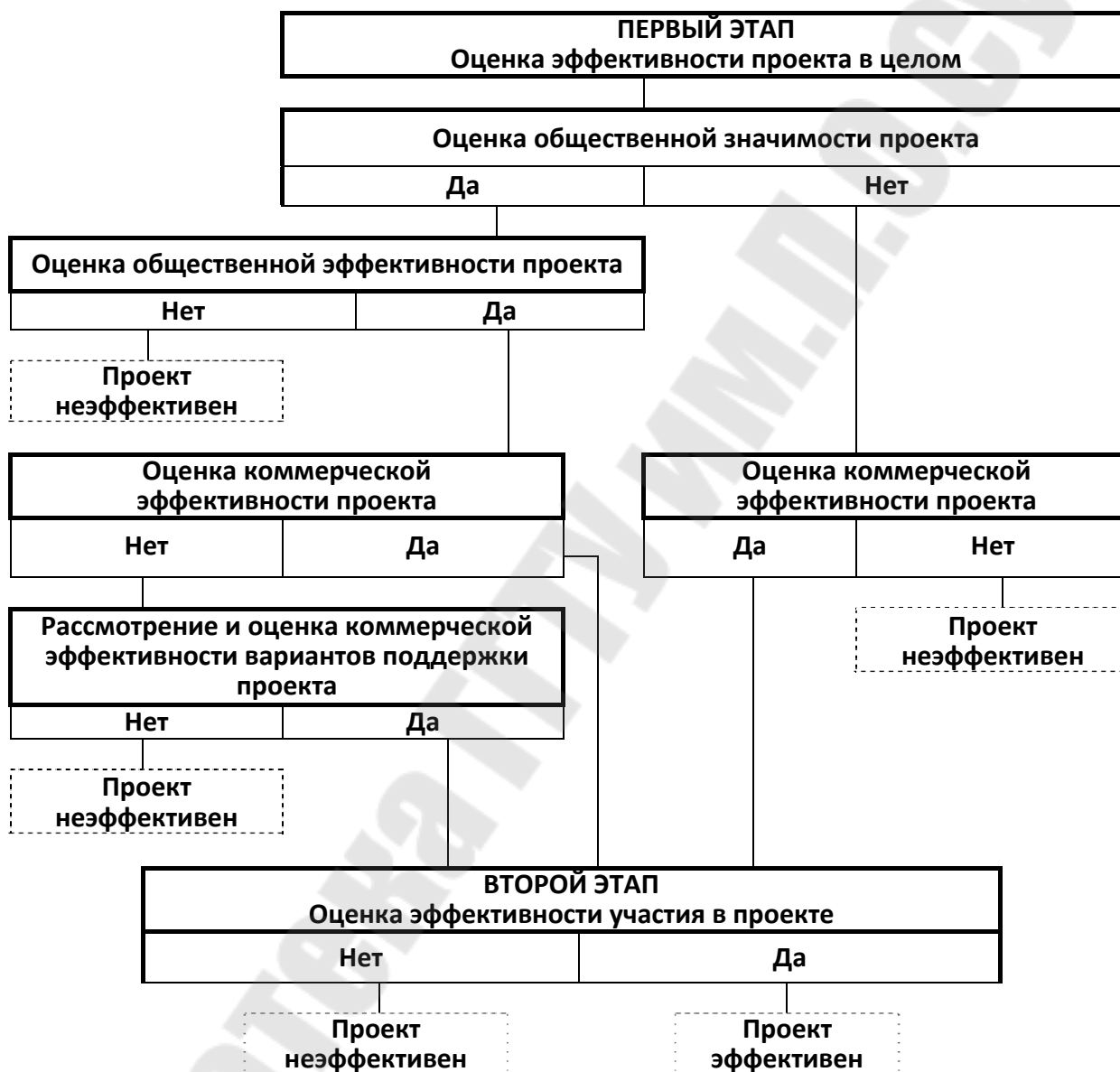


Рис. 4 Концептуальная схема оценки эффективности инвестиционного проекта

На первом этапе определяют эффективность проекта в целом. Если он окажется эффективным, то приступают ко второму этапу – оценке эффективности участия в проекте.

Задача первого этапа: представить эффективность проекта как такового, т.е. эффективность технико-технологических и организационных решений, изложенных в проекте. Такая характеристика проекта необходима для его презентации и важна для привлечения потенциальных инвесторов к участию в реализации проекта.

В зависимости от общественной значимости проекта расчеты на первом этапе производятся по-разному.

Для локальных проектов.

Если реализация проекта не оказывает существенного влияния на экономическую, социальную или экологическую ситуацию в отдельных регионах или отраслях и не изменяет уровень и структуру цен на товарных рынках, то оценка эффективности проекта в целом сводится к оценке только коммерческой эффективности (правая часть рисунка 2).

Для общественно значимых проектов.

Если реализация проекта существенно влияет на рынки (финансовые, товарные, труда и т.д.), а также на экологическую и социальную обстановку в отдельных регионах или отраслях, то он признается общественно значимым.

При определении общественной значимости учитываются:

– *внешние эффекты* – экономические последствия, возникающие во внешней среде проекта при производстве товаров и услуг, но не нашедшие отражения в рыночных ценах последних (изменение объемов производства других предприятий, воздействие на здоровье населения, изменение стоимости имущества (жилья) и др.);

– *общественные блага* – работы, услуги, а также некоторые продукты, потребление которых одним субъектом не препятствует их потреблению другими (научные знания, обеспечение безопасности государства, региона и др.).

Примерами общественно значимых проектов могут быть: освоение крупных месторождений нефти, газа и других полезных ископаемых, строительство нефтепроводов, строительство АЭС, ГЭС, строительство металлургического завода, строительство логистических центров.

Если проект признается общественно значимым, то рассчитываются показатели общественной эффективности проекта, которые учитывают прямые и косвенные результаты реализации проекта.

В итоге оценка общественной эффективности означает проверку разумности с позиций общества выделения ресурсов на осуществление именно данного проекта из числа конкурирующих.

Например, как правильно принять решение в ситуации существенного роста цен на конечную продукцию проекта (нефть)? При высоком уровне цен становится экономически выгодным использование дорогостоящей технологии производства, разработка труднодоступных месторождений. С позиции общества эти направления инвестирования спорны, но текущая конъюнктура рынка может ввести инвесторов в заблуждение.

В итоге определенный смысл приобретает показатель минимума приведенных затрат:

$$T_i + E_n * K \longrightarrow \min, (16)$$

где T_i – годовые текущие затраты; E_n – нормативный коэффициент эффективности; K – единовременные капитальные затраты.

При неудовлетворительной общественной эффективности такие проекты не рекомендуются к реализации и не могут претендовать на государственную поддержку. Если же их общественная эффективность оказывается достаточной, то оценивается их коммерческая эффективность.

Коммерческая эффективность проекта рассчитывается исходя из предположения, что он будет профинансирован целиком за счет собственных источников. Основная цель расчета коммерческой эффективности – поиск инвесторов, поэтому они должны быть уверены в состоятельности и жизнеспособности самого проекта независимо от источников финансирования. Если условия и источники финансирования проекта на момент его разработки известны, то этот этап можно опустить.

Вместе с тем, этот этап является обязательным, если проект оказывается коммерчески неэффективным или не достаточно эффективным. Являясь общественно эффективным, он может рассчитывать на различные формы поддержки государства, использование которых позволит повысить коммерческую эффективность инвестиционного проекта до приемлемого уровня (налоговые льготы, заключение инвестиционного договора с Республикой Беларусь, государственное финансирование и др.).

Если проект в целом по показателям эффективности является достаточно привлекательным, то от первого этапа, являющегося предварительным, переходят ко второму – основному.

Второй этап наступает после определения (разработки) конкретной схемы финансирования и уточнения состава участников. В результате при оценке эффективности участия в проекте будут учтены:

- условия финансирования и меры взаимной финансовой поддержки (временная финансовая помощь, займы, отсрочки платежей и т.п.), включая меры государственной поддержки;
- взаимодействия участников в процессе осуществления проекта, включая взаимные обязательства, их гарантии и санкции за нарушение;
- система управления реализацией проекта, обеспечивающая координацию работ участников и достижение его целей, а также защиту интересов каждого из них при осуществлении проекта;
- особые условия оборота продукции и ресурсов между участниками.

Для общественно значимых проектов в первую очередь определяются региональная, отраслевая и бюджетная эффективность.

Инвестиционный проект признается эффективным и рекомендуется к реализации, если он соответствует критериям и требованиям участников.

2. Принципы определения эффективности инвестиционного проекта

Теория экономической эффективности относится к тому кругу наук, которые характеризуются прямым выходом в практику. Чтобы объективно отразить эффективность инвестиционного проекта и предотвратить тем самым принятие неверного решения, расчет показателей эффективности должен соответствовать определенным принципам.

Принципы оценки эффективности инвестиционных проектов могут быть достаточно четко разделены на две группы:

- научные (общие, не зависящие от рассматриваемого проекта);
- методические (непосредственно связанные с проектом).

Научные принципы.

Принцип комплексности – требует рассматривать инвестиционный проект как многогранный процесс с различными этапами его

реализации, различными источниками финансирования, влияющий не только на само предприятие, но и на смежные производства и т.д. (общественная, региональная, отраслевая эффективность).

Принцип системности – требует рассматривать инвестиционный проект как сложную производственно-управленческую систему со своими внутренними взаимосвязями (оценка эффективности участия предприятия на основе оценки текущих, инвестиционных и финансовых денежных потоков, оценка показателей эффективности в ситуации «без проекта» и «с проектом»).

Принцип адекватности и объективности оценки результатов и затрат – требует отражения всех данных не в статике, а в динамике с учетом возможных изменений конъюнктуры рынка товаров и услуг, факторов инфляции, риска (расчет показателей эффективности в прогнозных ценах).

Принцип корректности – требует корректного использования математического аппарата, сопоставимости сравниваемых затрат и результатов.

Принцип ограниченности и взаимозаменяемости ресурсов – требует рассмотрения альтернативных вариантов использования ресурсов и принятия тех, которые обеспечивают снижение удельных затрат в процессе производства.

Методические принципы.

Соответствие заложенных в проекте решений (технических, организационных, финансовых и др.) целям и экономическим интересам инвесторов. Реализация данного принципа предполагает решение следующих вопросов:

- а) обоснование нормы дохода, приемлемой для инвестора;
- б) установление способов обобщенной оценки разнообразных решений, предусмотренных проектом;
- в) определение способов включения требований инвесторов в показатели эффективности.

Ориентация на критерии определения экономической эффективности – прибыль и чистый доход, на базе которых конструируются все показатели экономической эффективности.

Проведение экономических расчетов для всего жизненного цикла, включающего предынвестиционную, инвестиционную и эксплуатационную фазы.

Моделирование потоков реальных денежных средств (по методологии кэш-флоу), связанных с осуществлением проекта (притоков и

оттоков) за расчетный период с учетом возможности использования различных валют. Моделирование должно охватить взаимосвязь всех видов деятельности создания и реализации проекта: инвестиционную, текущую и финансовую.

Обеспечение оптимального согласования потоков реальных денежных средств, сгруппированных по принципам «притоки и оттоки» в финансово-инвестиционном бюджете и «активы-пассивы» в прогнозном (расчетном) балансе, как неперемного условия достижения сбалансированной системы показателей экономической эффективности и финансовой надежности инвестиционного проекта.

Учет фактора времени – учет неравноценности разновременных затрат и результатов, что преодолевается путем их дисконтирования.

Учет только предстоящих затрат – принцип определения эффективности проекта при его реализации на действующем производстве (например, если цель проекта – техническое перевооружение). Возможны два варианта. Первый вариант: созданные ранее основные средства не могут быть использованы в данном проекте, тогда произведенные в прошлом затраты на их создание следует считать невозвратными, а следовательно, они не должны учитываться в денежных потоках. Второй вариант: ранее созданные основные средства могут быть вовлечены в новый проект, тогда их оценка должна вестись исходя из их альтернативной стоимости (максимально возможной стоимости при одном из возможных вариантов их производительного применения).

Учет всех наиболее существенных последствий проекта. При определении эффективности проекта следует учитывать как экономические, так и внеэкономические последствия его реализации. В тех случаях, когда внеэкономические последствия могут быть оценены количественно, их следует учесть в потоках денежных средств.

Обеспечение условий сопоставимости показателей эффективности различных проектов. К условиям сопоставимости относят цены на продукцию и ресурсы, объем продаж, макроэкономические показатели, норму дохода (за исключением ее рискованной составляющей).

Учет влияния инфляции на продукцию и используемые ресурсы, а также возможность использования нескольких валют при реализации проекта.

Учет влияния неопределенности и рисков, сопровождающих реализацию проекта через норму дохода, а также и иными косвенными методами.

Оценка эффективности реализуемых на действующих предприятиях проектов (реконструкция, техперевооружение) по приростным величинам денежных потоков. Приростные величины определяют как разность потоков затрат и поступлений, складывающихся в ситуации «с проектом» и «без проекта», т. е. денежных потоков действующего производства после реализации проекта с потоками, которые имели бы место при сохранении базисных условий («без проекта»).

Учет специфических экономических интересов участников проекта. Принцип должен быть учтен при формировании денежных потоков для отдельных групп участников проекта, предъявляющих к нему специфические требования, а также в норме дохода участника.

Определение предпочтительности одного из ряда показателей эффективности при их совместном использовании для оценки проекта.

3. Показатели оценки эффективности инвестиций

При оценке эффективности инвестиций используются статические и динамические методы оценки.

Статическими называются методы, в которых денежные потоки, возникающие в разные периоды времени, рассматриваются как равноценные. В этой связи их информационной базой выступает существующая система учета и отчетности.

Основными показателями являются суммарная и среднегодовая прибыль, норма прибыли и срок окупаемости.

Суммарная прибыль (Π) представляет собой разность совокупных стоимостных результатов и затрат, вызванных реализацией инвестиционного проекта, и рассчитывается по формуле:

$$\Pi = \sum_{i=1}^n (P_i - Z_i), \quad (17)$$

где P_i – стоимостная оценка результатов, полученных в i -м году; Z_i – совокупные затраты по проекту в i -м году; n – период жизненного цикла проекта, лет.

Среднегодовая прибыль ($\bar{\Pi}$) рассчитывается по формуле:

$$\bar{\Pi} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (P_i - Z_i), \quad (18)$$

Норма прибыли (коэффициент эффективности инвестиций, рентабельность инвестиций), являясь относительными показателями, характеризует степень выгодности осуществления инвестиций. Норма прибыли (H_{Π}) рассчитывается по формуле:

$$H_{\Pi} = \frac{\bar{\Pi}}{\bar{I}} \times 100\%, \quad (19)$$

В качестве $\bar{\Pi}$ может использоваться среднегодовая прибыль организации или чистая прибыль.

\bar{I} представляет собой среднюю величину инвестиций, которая может рассчитываться по формулам (20) или (21):

$$\bar{I} = \frac{1}{2} (KB + ЛС), \quad (20)$$

где KB – капитальные затраты в инвестиционный проект; $ЛС$ – ликвидационная (остаточная) стоимость проекта;

$$\bar{I} = \frac{1}{2} (K_H + K_K), \quad (21)$$

где K_H , K_K – стоимость капитала предприятия (итог баланса) на начало и на конец года соответственно.

В процессе принятия инвестиционного решения норма прибыли может сравниваться со средними показателями по предприятию, по отрасли или с доходностью альтернативных вложений.

Срок окупаемости – это период времени, за который ожидается возврат вложенных средств за счет доходов, полученных от реализации инвестиционного проекта. Расчет срока окупаемости (C_{OK}) может осуществляться по формуле (22):

$$C_{OK} = \frac{I}{\bar{\Pi}}, \quad (22)$$

Срок окупаемости характеризует степень ликвидности проекта и уровень его риска. Чем короче срок окупаемости, тем меньший риск принимает на себя инвестор.

Оценка стоимости денег во времени. Нарастание и дисконтирование денежных потоков

Временная стоимость денег – важнейший аспект при принятии инвестиционных решений. Во-первых, это обусловлено тем, что стоимость денег изменяется в связи с инфляцией и происходит снижение их покупательной способности. Во-вторых, инвестированные

средства приносят дополнительный доход, что увеличивает их стоимость.

В процессе сравнения стоимости денег используются два основных понятия – это их будущая и настоящая стоимость.

Будущая стоимость денег – сумма инвестируемых в настоящий момент средств, в которую они превратятся через определенный период времени с учетом определенной процентной ставки. Определение будущей стоимости связано с процессом наращивания, то есть поэтапным увеличением суммы вклада путем присоединения к первоначальному его размеру суммы процента.

Настоящая стоимость денег – сумма будущих поступлений, приведенных с учетом определенной дисконтной ставки к настоящему периоду. Определение настоящей стоимости связано с ее дисконтированием, то есть вычитанием суммы процента из будущей стоимости денежных средств.

Наращивание и дисконтирование может осуществляться по простым и сложным процентам.

Простые проценты используются при краткосрочном инвестировании и представляют собой сумму, которая начисляется на первоначальную стоимость вклада без учета уже начисленных в предыдущие периоды процентов. Расчет производится по формуле:

$$S = P * (1 + n * r), \quad (23)$$

где S – будущая стоимость денег; P – настоящая стоимость денег; n – продолжительность инвестирования; r – процентная ставка, выраженная десятичной дробью.

При этом выражение $1 + n * r$ называется коэффициентом наращивания по простым процентам.

Если средства инвестируются на определенное число дней, то:

$$n = \frac{L}{K}, \quad (24)$$

где L – период инвестирования, дней; K – число дней в году.

В зависимости от определения L и K применяются следующие методики:

1. Точные проценты с точным числом дней между датой выдачи и датой возврата кредита. При этом день выдачи и возврата кредита считается как один день. $K = 365$ (или 366 – для високосного года).

2. Банковский метод. L определяется как точное число дней, а $K = 360$ дней.

3. Обыкновенные проценты с приближенным числом дней. В этом случае число дней в месяце принимается за 30, а $K = 360$ дней.

Сложные проценты используются при долгосрочном инвестировании и представляют собой сумму дохода, которая образуется в результате вложения средств при условии, что сумма начисленного простого процента не выплачивается после каждого периода, а присоединяется к сумме основного вклада и в последующем платежном периоде сама приносит доход. Расчет проводится по следующей формуле:

$$S = P * (1 + r)^n, \quad (25)$$

При этом выражение $(1 + r)^n$ называется коэффициентом наращивания по сложным процентам, а выражение $\frac{1}{(1 + r)^n}$ – дисконтирующим множителем. Их значения табулированы.

В формулах используются годовые ставки, однако количество начислений в течение года может быть разным, вследствие чего по-разному изменяется стоимость денег.

В этом случае для сравнения степени выгодности того или другого варианта рассчитывается эффективная годовая ставка ($r_{эф}$) по следующей формуле:

$$r_{эф} = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1, \quad (26)$$

где m – количество начислений процентов в течение года.

Динамические показатели оценки эффективности инвестиций.

На современном этапе развития наибольшее распространение получили **динамические** методы оценки эффективности инвестиций. Их отличие в том, что:

1) разновременные денежные потоки приводятся к единому моменту времени посредством их дисконтирования, что обеспечивает сопоставимость инвестиций и результатов от их эксплуатации;

2) окупаемость инвестиционного проекта обеспечивается не за счет прибыли, а за счет чистого денежного потока, который формируется из чистой прибыли и амортизационных отчислений.

К динамическим показателям относятся чистый приведенный доход (NPV), индекс доходности (PI), внутренняя норма рентабельности (IRR), динамический период окупаемости (PP).

Чистый приведенный доход отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала предприятия в случае принятия рассматриваемого проекта и рассчитывается по формуле:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} - IC, \quad (27)$$

где P_k – чистый денежный поток в k -ом году; r – дисконтная ставка (цена капитала), выраженная десятичной дробью; IC – вложенный капитал; n – продолжительность реализации проекта.

Если проект предполагает не разовое вложение капитала, а последовательное инвестирование средств в течение определенного периода, то формула для расчета NPV модифицируется следующим образом:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} - \sum_{j=1}^m \frac{IC_j}{(1+i)^j}, \quad (28)$$

где i – прогнозируемый темп инфляции, выраженный десятичной дробью.

Учитывая, что NPV – абсолютный показатель, характеризующий экономический эффект, то:

- если $NPV > 0$ – проект следует принять, поскольку увеличится стоимость предприятия и благосостояние его владельцев;
- если $NPV < 0$ – проект следует отвергнуть, поскольку предприятие понесет убытки;
- если $NPV = 0$ – проект ни прибыльный, ни убыточный и его реализация не изменит стоимость предприятия, но приведет к расширению объемов производства и увеличению масштабов самого предприятия.

Преимущество данного показателя в том, что он аддитивен во времени, то есть можно суммировать NPV по нескольким инвестиционным проектам.

Индекс доходности является следствием предыдущего показателя. В отличие от NPV это относительный критерий, который характеризует степень эффективности вложений и рассчитывается по формуле:

$$PI = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} : IC, (29)$$

В том случае, если $PI > 1$ ($NPV > 0$), то проект следует принять, если $PI < 1$ ($NPV < 0$), то проект следует отвергнуть, если $PI = 1$ ($NPV = 0$), то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Внутренняя норма рентабельности, по сути, является точкой безубыточности для рассматриваемого инвестиционного проекта, поскольку представляет собой дисконтную ставку, при которой денежные потоки лишь покрывают вложенный капитал, не обеспечивая получение дополнительной прибыли. Следовательно, IRR – это дисконтная ставка, при которой $NPV = 0$.

Следовательно, предприятие может принимать любое инвестиционное решение, если цена авансированного капитала не превышает значения IRR по рассматриваемому инвестиционному проекту.

Рассчитывается данный показатель по формуле:

$$IRR = r_1 + \frac{NPV(r_1)}{NPV(r_1) - NPV(r_2)} \times (r_2 - r_1), (30)$$

где r_1 – дисконтная ставка, при которой $NPV > 0$ ($NPV < 0$); r_2 – дисконтная ставка, при которой $NPV < 0$ ($NPV > 0$).

Дисконтированный срок окупаемости, по сути, не характеризует эффективность вложения капитала. Вместе с тем, его расчет необходим для определения степени риска инвестиционного проекта, обусловленного периодом возврата авансированного капитала. Рассчитывается показатель PP по формуле:

$$PP = \min n, \text{ при котором } \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} \geq IC, (31)$$

или

$$PP = t - \frac{NPV_t}{NPV_{t+1} - NPV_t}, (32)$$

где t – год, предшествующий году, где чистый приведенный доход становится положительным.

В процессе принятия инвестиционного решения на основе показателя PP могут рассматриваться две ситуации. Во-первых, проект принимается, если окупаемость имеет место. Во-вторых, проект принимается в том случае, если PP не превышает установленного предприятием лимита (норматива).

Тема 13
**ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ
ПРОЕКТОВ С ПОЗИЦИИ УЧАСТНИКОВ
ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА**

**1. Критерии и показатели эффективности инвестиционных
проектов с учетом интересов участников
инвестиционного проекта**

Критерий – это средство для суждения, признак, на основании которого формируются требования инвесторов и показатели оценки экономической эффективности.

В условиях рыночной экономики критерием для определения экономической эффективности выступает прибыль, она же является целью *развития предприятия и предпринимательской деятельности*.

Есть ли основания признавать прибыль в качестве критерия для определения экономической эффективности инвестиций? Ответ на этот вопрос следует увязать с ролью и местом инвестиций в развитии производства, в достижении конкретных целей. Инвестиции, направляемые в реальный сектор экономики, выступают как средство решения конкретных задач, связанных с формированием материально-технических предпосылок для достижения главной цели предпринимательской деятельности – прибыли.

Следовательно, положение о прибыли как критерии экономической эффективности инвестиций является базовым. Но оно недостаточно для окончательного суждения по рассматриваемой проблеме. Во-первых, существуют разные виды прибыли, каждый из которых имеет важное значение для различных участников (чистая прибыль – для собственника, общая прибыль – для предприятия, прибыль, направляемая на дивиденды, – для акционеров). Во-вторых, прибыль является результатом применения определенной учетной политики, которая может отличаться в зависимости от страны, отрасли, конкретного предприятия, что не в полной мере соответствует требованию объективности.

В результате прибыль не всегда отражает экономические интересы участников инвестиционного процесса, которые могут не совпадать. Поэтому выгоды участников необходимо определять с учетом динамики притоков и оттоков денежных средств, которые формируются у каждого участника в отдельности в ходе реализации инвести-

ционного проекта. Разность между притоком и оттоком денежных средств образует чистый доход, который формируется у каждого участника в отдельности (рис. 5).



Рис. 5 Оценка эффективности участия в инвестиционном проекте

Рассмотрим в таблице 6 особенности формирования чистого дохода у каждого из участников инвестиционного проекта.

Чистый доход является основной для расчета большинства показателей эффективности инвестиционного проекта. И прибыль, и чистый доход являются абсолютными показателями, поэтому скорее характеризуют полученный (ожидаемый) эффект, чем эффективность.

Эффективность характеризуется мерой превышения эффекта над затратами (инвестициями), то есть **нормой дохода**. Если инвестиционный проект приносит участнику чистый доход меньший, чем желаемая норма дохода, то такой проект не будет для него привлекательным, и он не станет инвестировать средства в его создание.

Причем при формировании нормы дохода участник будет исходить из того, что прирост капитала должен быть достаточным для того, чтобы:

Таблица 6

Особенности формирования чистого дохода для оценки эффективности участия в проекте

Вид эффективности	Приток денежных средств	Отток денежных средств
Эффективность участия предприятия в проекте	Текущая деятельность	
	Выручка от реализации продукции; внереализационные доходы	Текущие затраты (без учета амортизации); внереализационные расходы; налоги
	Инвестиционная деятельность	
	Операционные доходы	Операционные расходы; инвестиции в основной капитал; инвестиции на пополнение оборотных средств
Эффективность проекта для акционеров	Финансовая деятельность	
	Акционерный капитал; кредиты и займы	Выплаты по дивидендам; возврат долга и процентов
Эффективность проекта для кредитора	Сумма выплаченных дивидендов (без учета налога на дивиденды) Выплата части ликвидационной стоимости проекта пропорционально доле участия в акционерном капитале (при прекращении проекта)	Сумма привлеченных от акционеров средств (отдельно по каждому типу акций: обыкновенные и привилегированные)
Региональная эффективность	Возврат долга и процентов	Сумма выданного кредита
	Стоимостная оценка производимой продукции	Стоимостная оценка потребленных ресурсов
	Поступления средств из внешней среды в регион для реализации проекта (заемных средств, субсидий, дотаций)	Платежи во внешнюю среду в связи с реализацией проекта (за использование ресурсов других регионов, налоги)
Отраслевая эффективность	Дополнительные эффекты в смежных отраслях в рамках данного региона	Дополнительные затраты в смежных отраслях в рамках данного региона
	Формируется аналогично эффективности участия предприятия в проекте (по текущей, инвестиционной, финансовой деятельности), но при этом учитывается влияние проекта на другие предприятия	
Бюджетная эффективность	Налоги; дивиденды по принадлежащим государству акциям, выпущенным в связи с реализацией проекта; возврат долга и процентов по государственному кредиту; экономия бюджета по выплате пособия по безработице (при создании дополнительных рабочих мест)	Средства, выделенные из бюджета для прямого финансирования проекта; сумма государственного кредита; сумма налогового кредита; бюджетные дотации (компенсация процентов банка, компенсация цен)

– компенсировать отказ от использования имеющихся средств на потребление в текущем периоде в минимально приемлемом для участника размере;

– компенсировать обесценение денежных средств в связи с предстоящей инфляцией;

– гарантировать возмещение возможных потерь в связи с наступлением инвестиционных рисков.

Исходя из этого, можно говорить об абсолютных и относительных критериях при оценке эффективности инвестиционного проекта с позиций каждого их участников.

Важно отметить, что система показателей, алгоритм их расчета и интерпретация во всех случаях будут одни и те же. Отличие будет заключаться в соответствующих потоках реальных денежных средств, связывающих проект и конкретного участника.

Показатели эффективности инвестиционного проекта могут классифицироваться по следующим основаниям (таблица 7):

1. По виду обобщающего показателя:
 - абсолютные;
 - относительные;
 - временные.
2. По методу сопоставления одновременных затрат и результатов:
 - статические (простые) – показатели, в которых денежные потоки, возникающие в разные периоды времени, оцениваются как равноценные;
 - динамические – показатели, в которых денежные потоки, возникающие в разные периоды времени, приводятся к единому моменту времени, что обеспечивает их сопоставимость.

Таблица 7

Показатели оценки эффективности инвестиционного проекта

Показатели	Статические	Динамические
Абсолютные	Суммарная прибыль Среднегодовая прибыль	Чистый приведенный доход
Относительные	Норма прибыли на вложенный капитал (рентабельность инвестиций)	Индекс доходности Внутренняя норма рентабельности
Временные	Срок окупаемости	Динамический период окупаемости

2. Оценка эффективности участия в проекте

Оценка эффективности участия в проекте проводится после определения организационного и экономического механизма реализации конкретного инвестиционного проекта. В общем случае этот механизм предусматривает:

а) нормативные (в том числе договорные) документы взаимодействия участников в процессе осуществления проекта, включая взаимные обязательства, их гарантии и санкции за нарушение;

б) условия финансирования и меры взаимной финансовой поддержки (временная финансовая помощь, займы, отсрочки платежей и т.п.), включая меры государственной поддержки;

в) особые условия оборота продукции и ресурсов между участниками;

г) систему управления реализацией проекта, обеспечивающую координацию работ участников и достижение его целей, а также защиту интересов каждого из них при осуществлении проекта;

д) особенности учетной политики отечественных и зарубежных участников, получающих доходы от осуществления проекта на территории Беларуси.

Оценка участия в проекте предусматривает отличные процедуры оценки эффективности применительно к различным участникам: участие в проекте предприятий и акционеров, участие в проекте структур более высокого уровня (по отношению к предприятию, осуществляющему проект) и участие бюджета (бюджетов) всех уровней.

При оценке показателей эффективности участия в проекте определение потоков денежных средств не зависит от источника финансовых средств (собственные и заемные средства, прибыль от осуществления проекта и т.д.). В расчетах учитываются притоки и оттоки от всех видов деятельности предприятия, осуществляющего проект, с учетом конкретной схемы его финансирования. При оценке используется норма дисконта с учетом используемой в расчетах валюты (валют).

Оценка участия в проекте для предприятий и акционеров. В рамках оценки участия предусматривается оценка финансовой осуществимости проекта и расчет показателей эффективности для каждого участника. Методически подход к оценке показателей эффективности участия в проекте аналогичен оценке коммерческой эффективности проекта в целом. Применительно к акционерным

предприятиям интегральные показатели называют также показатели эффективности акционерного капитала.

Финансовая реализуемость проекта определяется наличием (или отсутствием) финансовых возможностей осуществления проекта. Исходной предпосылкой оценки является необходимый для осуществления проекта объем инвестиций и финансовые (инвестиционные) возможности всех участников проекта. Финансовая реализуемость проверяется для совокупного капитала всех участников проекта. Денежные потоки от каждого участника в проект учитываются как притоки, потоки от проекта к участникам – как оттоки. При оценке учитываются денежные потоки, инициируемые самим проектом, в том числе выручка и прочие доходы (притоки), инвестиционные и производственные затраты (оттоки).

Проект финансово реализуем, если на каждом шаге оценки алгебраическая сумма притоков и оттоков всех участников и денежного потока самого проекта является неотрицательной. При выявлении финансовой нереализуемости проекта уточняется схема финансирования и при необходимости отдельные элементы организационно-экономического механизма его осуществления.

При оценке эффективности участия в проекте предприятия в качестве оттока рассматривается собственный (акционерный) капитал, в качестве притока – поступления, остающиеся в распоряжении проектостроителя после обязательных выплат (в том числе по привлеченным средствам). По сравнению с определением общей (коммерческой) эффективности проекта оценка участия требует учета изменений в денежных потоках от различных видов деятельности при его осуществлении. В денежном потоке от инвестиционной деятельности к оттокам добавляются дополнительные фонды, в расчете потребности в оборотном капитале добавляются пассивы за счет обслуживания займов. В денежном потоке от операционной деятельности в притоке учитываются доходы от использования дополнительных фондов (при необходимости) и льготы по налогу при возврате и обслуживании займов. В денежном потоке от финансовой деятельности в притоке учитываются привлеченные средства, а в оттоках – затраты по возврату и обслуживанию этих обязательств (средств), при необходимости выплачиваемые дивиденды.

Эффективность участия в проекте собственного капитала отдельного участника оценивается как отношение этого капитала, вложенного в проект, к капиталу, полученному им при реализации про-

екта. При оценке капитала, полученного от реализации проекта, учитываются остающиеся в его распоряжении средства после компенсации собственных издержек и расчетов с другими участниками. Реализуемость проекта и эффективность участия в нем оцениваются с использованием прогнозных цен в валютах производимых платежей при осуществлении проекта.

Оценка показателей эффективности проекта для акционеров. При оценке капитала, полученного от реализации проекта, учитываются остающегося в его распоряжении средства после компенсации собственных издержек и расчетов с другими участниками (предприятиями, государством и др.). При этом все денежные потоки, поступающие от него в проект или к другому участнику, являются оттоками, а потоки, поступающие к нему, – притоками. Объем собственных средств участника, вкладываемых в проект, определяется в этом случае как разность между объемом всех средств, вкладываемых участником в проект, и привлеченных для этой цели средств (например, заемных). Реализуемость проекта и эффективность участия в нем оценивается с использованием прогнозных цен и в валютах производимых платежей при осуществлении проекта.

Оценка показателей эффективности проекта для акционеров производится за конкретный период осуществления проекта на основании индивидуальных денежных потоков для каждого типа акций (обыкновенные, привилегированные). Расчеты этих потоков носят ориентировочный характер, так как на стадии разработки проекта дивидендная политика неизвестна. Однако они могут оказаться полезными для оценки возможности привлечения потенциальных акционеров к участию в проекте.

Расчеты эффективности проекта для акционеров рекомендуется проводить при следующих допущениях:

- учитываются денежные притоки и оттоки, относящиеся только к акциям, но не к их владельцам (например, не учитываются потоки, возникающие при обороте акций на вторичном рынке);
- на выплату дивидендов направляется вся чистая прибыль после расчетов с кредиторами и осуществления предусмотренных проектом инвестиций, в том числе после создания финансовых резервов и отчислений в дополнительный фонд, а также после выплаты налога на дивиденды;
- при прекращении реализации проекта предприятие расплачивается по долгам и иным обязательствам. Разница полученного

дохода от продажи активов (с учетом налогов) и выплат по обязательствам (за вычетом расходов на прекращение проекта) распределяется между акционерами;

- норма дисконта для владельцев акций при определении показателей эффективности проекта принимается равной норме дисконта для акционерного предприятия.

При определении иных требований со стороны акционеров в расчеты вносятся соответствующие коррективы.

3. Оценка эффективности проекта структурами более высокого уровня

Структуры более высокого уровня по отношению к предприятию, осуществляющему проект, могут участвовать в реализации проекта или влиять на его реализацию (не будучи участниками). Оценка эффективности проекта этими структурами проводится по следующим уровням: региональная эффективность (с позиций страны и административно-территориальных единиц), отраслевая эффективность (с позиций отраслевой экономики, корпоративных структур и финансово-промышленных групп) и бюджетная эффективность.

Расчет ведется по сумме денежных потоков от инвестиционной, операционной и частично от финансовой деятельности. Учитываются поступления и выплата кредитов только со стороны внешних источников по отношению к рассматриваемой структуре. Имеет специфику учет использования аренды (лизинга). В денежных потоках не учитываются взаиморасчеты между участниками и самой структурой. В то же время учитывается влияние реализации проекта на деятельность рассматриваемой структуры и входящих в нее других (сторонних) предприятий. Денежные потоки рассчитываются в дефлированных ценах. Условия финансовой реализуемости не проверяются, так как схема финансирования при такой оценке используется не полностью. Выходными формами при оценке служат потоки реальных денег и расчет показателей эффективности.

Расчет денежных потоков и показателей региональной эффективности. Показатели региональной эффективности отражают финансовую эффективность проекта с позиций соответствующего региона с учетом влияния реализации проекта на предприятия региона, социальную и экологическую обстановку в регионе, доходы и расходы регионального бюджета. В случае, когда в качестве региона вы-

ступает вся страна, эти показатели называют **народнохозяйственной эффективностью**. Расчет ведется аналогично расчету общественной эффективности с учетом ограничений, отражающих специфику конкретного региона.

Расчет денежных потоков и показателей отраслевой эффективности. При оценке эффективности проекта рекомендуется учитывать, что предприятия-участники могут входить в состав более широкой структуры, в том числе отрасли или подотрасли народного хозяйства, совокупности предприятий, образующих технологические цепочки, финансово-промышленные группы, холдинги или группы предприятий, связанных отношениями перекрестного акционирования.

Влияние реализации проекта на затраты и результаты соответствующей структуры (далее – отрасли) характеризуется показателями отраслевой эффективности. При расчете этих показателей учитывается влияние реализации проекта на деятельность других предприятий данной отрасли. Это влияние оценивают косвенными отраслевыми финансовыми результатами проекта. При этом в составе затрат предприятий-участников не учитываются отчисления и дивиденды, выплачиваемые ими в отраслевые фонды, также взаиморасчеты между входящими в отрасль предприятиями – участниками проекта и проценты за кредит, предоставляемый предприятиям-участникам (в отрасли). Расчеты отраслевой эффективности проводятся аналогично расчетам показателей участия предприятий в проекте.

Оценка бюджетной эффективности инвестиционного проекта. Бюджетная эффективность оценивается по требованиям органов государственного и (или) регионального управления. В соответствии с этими требованиями может определяться бюджетная эффективность для бюджетов различного уровня или для консолидированного бюджета.

Показатели бюджетной эффективности рассчитываются на основании определения потока бюджетных денежных средств. **К притокам относятся:**

- налоги, акцизы, пошлины, сборы и отчисления во внебюджетные фонды, установленные действующим законодательством; доходы от лицензирования, конкурсов и тендеров на разведку, строительство и эксплуатацию объектов, предусмотренных проектом; платежи в погашение кредитов, выданных из соответствующего бюджета

участникам проекта; платежи в погашение налоговых кредитов (при наличии «налоговых каникул»);

- комиссионные платежи Минфину за сопровождение иностранных кредитов, а также дивиденды по принадлежащим региону или государству акциям и другим ценным бумагам, выпущенным в связи с реализацией проекта.

К оттокам относятся: предоставление бюджетных (в том числе государственных) ресурсов на условиях закрепления в собственности соответствующего органа управления части акций акционерного общества, создаваемого при осуществлении проекта; предоставление бюджетных ресурсов в виде инвестиционного кредита; бюджетные дотации, связанные с проведением определенной ценовой политики и обеспечением соблюдения определенных социальных приоритетов.

Рекомендуется также учитывать в потоках (отдельно): налоговые льготы, отражающиеся в уменьшении поступлений от налогов и сборов (в этом случае реальных оттоков не возникает, но уменьшаются притоки); государственные гарантии займов и инвестиционных рисков. Оттоки при этом отсутствуют. Дополнительным притоком служит плата за гарантии. При оценке эффективности проекта с учетом факторов неопределенности в отток включаются выплаты по гарантиям при наступлении страховых случаев.

При оценке бюджетной эффективности проекта учитываются также изменения доходов и расходов бюджетных средств, обусловленные влиянием проекта на сторонние предприятия и население, если проект оказывает на них влияние. В том числе учитываются: прямое финансирование предприятий, участвующих в реализации проекта; изменение налоговых поступлений от предприятий, деятельность которых улучшается или ухудшается в результате реализации проекта; выплата пособий по безработице, связанной с реализацией проекта, в том числе при использовании импортного оборудования и материалов вместо отечественных. По проектам, предусматривающим создание новых рабочих мест в регионах с высоким уровнем безработицы, в притоке учитываются экономия капиталовложений и бюджета (республиканского или местного) на выплату соответствующих пособий, а также выделение бюджетных средств на переселение и трудоустройство граждан, предусмотренных проектом.

Расчет денежных потоков и определение бюджетной эффективности. Основой расчета показателей бюджетной эффектив-

ности является суммы налоговых платежей (и других платежей) в бюджет и выплат из бюджетов различных уровней. В качестве выходной формы рекомендуется таблица денежных потоков бюджета, на основе которой определяются показатели бюджетной эффективности. Основным показателем эффективности является ЧДД бюджета (ЧДД_б). При наличии оттоков возможно определение ВНД и ИД бюджета. В случае предоставления государственных гарантий для анализа и отбора независимых проектов при заданной суммарной величине гарантий наряду с ЧДД существенную роль может играть индекс доходности гарантий (ИДГ), определяемый как отношение ЧДД_б к величине гарантий.

Для каждого уровня бюджета расчеты проводятся отдельно.

Тема 14

ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЕКТАМИ

1. Информация для оценки эффективности инвестиционного проекта

Для целей оценки эффективности инвестиционного проекта исходную информацию необходимо классифицировать по двум направлениям (табл. 3):

- 1) информация, predetermined содержанием проекта (маркетинговая, технико-технологическая, организационная и др.);
- 2) информация, характеризующая окружающую макроэкономическую среду.

Объем исходной (первичной) информации зависит от стадии разработки проекта, на которой производится оценка эффективности. На начальной стадии она весьма ограничена. По мере проработки проекта, проведения необходимых маркетинговых, технологических и иных исследований ее состав расширяется и уточняется. Это определяет возможности разработки достаточно надежной интегрированной информации, являющейся входной для расчета показателей эффективности.

Таблица 8

Исходная информация для оценки эффективности инвестиционного проекта

Информация, predetermined содержанием проекта	Информация, характеризующая макроэкономическую среду
<ul style="list-style-type: none"> • Объем продаж, номенклатура, ассортимент продукции • Материально-техническая база (производственные площади, оборудование, производственные мощности) • Нормативы расхода ресурсов • Объем потребляемых ресурсов по видам продукции • Производственная и организационная структура управления 	<ul style="list-style-type: none"> • Цены на оборудование, СМР, материальные ресурсы • Нормативы и методы расчета амортизации • Темп инфляции • Курсы валют • Ставка рефинансирования и банковские процентные ставки • Налоговое окружение • Нормативно-правовая база, регулирующая производственную и инвестиционную деятельность предприятия

Суть подготовки интегрированной экономической информации сводится к преобразованию по определенной методике технико-технологической информации и внешней информации в экономическую по проекту создания производственного объекта, т. е. в доход, инвестиционные издержки, текущие издержки, прибыль и т. п. Такая информация даст возможность сформировать потоки денежных средств, наполнить их конкретным содержанием, а в последующем – оценить эффективность проекта. Система интегрированной информации представлена в таблице 4.

Таблица 9

Интегрированная экономическая информация для оценки эффективности инвестиционного проекта

Уровень оценки	Содержание интегрированной информации
Первый	<ul style="list-style-type: none"> • Выручка от реализации продукции • Потребность в основном и оборотном капитале • Текущие издержки • Источники финансирования
Второй (входные данные для расчета эффективности проекта)	<ul style="list-style-type: none"> • Прогноз движения денежных средств • Прогноз прибыли • Прогнозный баланс • Норма дохода инвестора
Третий (показатели эффективности проекта)	<ul style="list-style-type: none"> • Статические показатели • Динамические показатели

Таким образом, при условии использования качественной информации, реализации на практике принципов оценки эффективности, правильного выбора критериев и показателей оценки участия в инвестиционном проекте инвесторы имеют возможность принять эффективное инвестиционное решение.

2. Принципы принятия и документирование инвестиционных решений

Успех реализации инвестиций во многом зависит от того, насколько при принятии инвестиционного решения учтены научные принципы рассмотрения вариантов инвестирования. К основным принципам относятся следующие:

- **Принцип актуальности (своевременности).** Принцип означает, что инвестиционная идея, в отношении которой принимается решение, должна быть относительно новой, оригинальной, т. е. не иметь

широкого распространения в определенной отрасли и рынке. Кроме того, объект инвестирования, в который реализуется идея, должен быть востребован обществом. Например, если он относится к числу объектов, создание которых стимулируется и поддерживается государством.

- **Принцип реализуемости в условиях сложившейся экономической среды** означает, что инвестиционная идея должна отвечать требованиям легитимности, а также возможности преодоления имеющихся или потенциальных барьеров для доступа в отрасль или рынок, на которые ориентирован объект инвестирования. Кроме того, требуемые для реализации инвестиционной идеи ресурсы были доступны для получения.

- **Принцип безопасности.** Означает, что предприятие должно располагать достаточным объемом легитимных средств защиты от утечки информации об инвестиционной идее, способах, направлениях и объектах ее реализации. Также должна быть обеспечена защита интересов потенциальных инвесторов, которые могут принять участие в финансировании варианта инвестиций.

- **Принцип надежности информации о рассматриваемом варианте инвестирования.** Суть в том, что информация, сопровождающая варианты инвестирования, должна быть доступной для проверки достоверности. Для этого требуется по ключевой информации указывать информационный источник и дату получения сведений, заранее предусмотреть способ и каналы проверки достоверности информации.

- **Принцип множества альтернатив выбора.** Означает, что субъект, принимающий инвестиционное решение, должен рассмотреть несколько альтернатив вложения средств одного и того же объема и выбрать наилучшую. Например, рассмотреть альтернативу безрискового размещения свободных средств и вложения этих же средств в вариант инвестирования.

- **Принцип сопоставимости вариантов, по которым принимается управленческое решение.** Суть в том, что рассматриваемые варианты должны быть оценены по единым показателям эффективности, должно быть обеспечено единство в измерении всех или основной части результатов реализации вариантов и схожесть условий реализации. Кроме того, одновременно рассматриваемые варианты не должны иметь слишком большого разрыва в сроках реализации (требование схожести сроков).

• **Принцип учета социальных и экологических последствий реализации варианта инвестирования.** Означает, что по рассматриваемым вариантам должна быть проведена предварительная оценка не только экономической, но и других возможных видов эффективности – технической, социально-экологической, бюджетной. При этом должно выполняться требование единства показателей и методов измерения всех видов возможного эффекта.

• **Принцип учета фактора риска.** Этот принцип требует, чтобы при принятии инвестиционного решения было принято во внимание наиболее вероятное наступление неблагоприятных событий, которые могут иметь место при реализации каждого из рассматриваемых вариантов инвестирования. Например, рассматриваются основные экономические процессы, которые могут повлиять на прогнозируемую величину дохода от реализации вариантов, инфляция, изменения налоговой политики, амортизационной политики и т. п.

Ориентированное по приведенным принципам инвестиционное решение позволяет более четко обосновать целесообразность инвестирования в те или иные объекты.

Инвестиционное решение формулируется в управленческих документах (протоколах, приказах, распоряжениях) и, дополненное необходимыми данными из информационной базы, документируется для привлечения финансирования. Процесс проектирования должен быть организован таким образом, чтобы своевременно был сформирован документальный комплекс инвестиционного проекта и обеспечено управленческое сопровождение его реализации. Укрупненно документальный комплекс как результат выполнения данной функции включает следующее:

1. Общие документы организации, иницирующей проект:
 - Бухгалтерский баланс;
 - «Экологический паспорт» организации;
 - Отчет о финансовом состоянии организации;
 - Отчет о структуре инвестиционного потенциала организации.
2. Документы, характеризующие проект:
 - Бизнес-план (или другая форма инвестиционного предложения); Экспертное заключение по проекту;
 - Комплекс расчетов и управленческих документов по финансовому ресурсному обеспечению проекта.
3. Документы, обеспечивающие интегрированность проекта во внешней среде:

- Документы о гарантиях (протоколы согласования с государственными органами);
- Инженерная документация по включении во внешнюю коммуникационную систему и др.

Документирование инвестиционных решений позволяет успешно осуществлять функции контроля и регулирования за ходом подготовки и реализации проекта. Проектный контроль способствует поддержанию параметров реализуемого инвестиционного проекта в пределах планируемых параметров на протяжении всего жизненного цикла. Из документального комплекса предприятия выделяются показатели реализуемого проекта, величина которых служит индикаторами по состоянию ресурсопотребления проекта и темпов реализации (в части заданных сроков). Проектный контроль может быть проведен в различных формах и видах. Укрупненно он дифференцируется следующим образом (табл. 10).

Таблица 10

Группировка видов проектного контроля

Признаки дифференциации проектного контроля		
Стадии осуществления проектного контроля	Охват проверяемых объектов	Цели контроля
Предварительный (проводится на прединвестиционной стадии)	Сплошной	Оптимизация проекта
Текущий (на стадии реализации проекта)	Выборочный	Обнаружение отклонений
Заключительный (на стадии завершения проекта)		Получение достоверной информации о ходе реализации проекта

Кроме решения задач проектного контроля, совокупность документов, разработанных для обоснования принятия инвестиционного решения, используется для подготовки инвестиционного предложения для потенциальных инвесторов, которые в различных формах могут принять участие в реализации инвестиций. Формирование инвестиционного предложения – достаточно трудоемкий процесс. Поэтому оно разрабатывается адресно, ориентируясь на требования определенного субъекта. Эти требования могут быть различными. Например, наиболее полной информативности, наличия подробных расчетов, документальной завершенности и т. п. Учитывая их многообразие, инвестиционное предложение разрабатывается по опреде-

ленным ориентирам с учетом особенностей объекта инвестиций и области (или сферы) его использования. В частности, для ориентиров разработки инвестиционного предложения, например, принимаются требования:

- органов, проводящих экспертизу инвестиционных проектов (республиканские и местные органы власти);
- кредитных учреждений и финансовых организаций (финансовых фондов);
- субъектов хозяйствования, имеющих тесные коммуникации с предприятием, которое инициирует реализацию инвестиций, и др.

Выбор формы документирования инвестиционного предложения, ориентированного на привлечение внешнего инвестора, зависит от статуса потенциального инвестора (его страновой принадлежности, инвестиционных возможностей и др.), а также от особенностей объекта инвестирования. В международной и отечественной хозяйственной практике наиболее распространенными формами документирования являются:

- бизнес-план инвестиционного проекта;
- инвестиционный меморандум;
- проспект эмиссии.

В Республике Беларусь разработка бизнес-плана инвестиционного проекта определяется Правилами по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов, которые утверждены Постановлением Министерства экономики Республики Беларусь от 31.08.2005 № 158. В данном документе приведена структура представления информации об инвестиционном проекте, перечень основных расчетных форм, показателей и методик их расчета, которые стандартизируют и унифицируют обоснование целесообразности инвестирования. Но бизнес-план инвестиционных проектов разрабатывается в том случае, когда предполагается реализация реальных инвестиций и в их финансировании предполагается участие национальных инвесторов. Если же речь идет о иностранных стратегических инвесторах, то инвестиционное предложение разрабатывается в форме инвестиционного меморандума.

Инвестиционный меморандум – это документ, ориентированный на привлечение внешних долгосрочных инвестиций, включающий комплекс расчетов по обоснованию эффективности реализации реальных инвестиций и данных о надежности субъекта, инициирующего инвестиционный проект (его истории, коммуникациях, рын-

ках сбыта, персонале, руководстве и т. п.). При подготовке инвестиционного меморандума учитываются требования международных стандартов и законодательства. Поэтому по структуре и по содержанию он отличается от бизнес-плана. В частности, структура инвестиционного меморандума представлена большим числом разделов. Например, включает:

- исполнительную записку (резюме);
- описание компании (предприятия, его истории, продукции, целей развития);
- рынки продукции, включая оценку конкуренции и т. д.

Если принято положительное инвестиционное решение о вложении средств в финансовые активы либо о финансировании инвестиций за счет дохода от реализации ценных бумаг, инвестиционное предложение разрабатывается в форме проспекта эмиссии.

Проспект эмиссии – документ, предназначенный для привлечения финансирования путем публичного размещения долговых обязательств (облигаций) или акций. Разработка проспекта эмиссии регулируется законодательством в области обращения ценных бумаг и фондовых ценностей. Поэтому в данном документе приводятся специфические сведения, как, например, описание положения на рынке ценных бумаг; описание процедуры приобретения ценных бумаг. Особенностью проспекта эмиссии, кроме выше перечисленных форм документирования инвестиционного предложения, является то, что за достоверность содержащейся в нем информации руководители предприятия несут персональную ответственность в установленном законодательством порядке.

Кроме приведенных форм документирования инвестиционных предложений, разработка которых регламентирована стандартами и законодательством, могут использоваться и другие. Например, в форме презентации инвестиционной идеи.

Таким образом, документирование инвестиционных решений посредством подготовки инвестиционного предложения позволяет в относительно короткие сроки организовать финансирование инвестиции, предназначенной для реализации.

Литература

1. Инвестиционный кодекс Республики Беларусь: Текст кодекса по состоянию на 14 января 2010 г. – Минск: Амалфея, 2010. – 84 с.
2. Анализ инвестиционной привлекательности организации: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.А. Бабушкин, Н.А. Батурина и др.; под ред. Д.А. Ендовицкого. М.: КНОРУС, 2010. – 376 с.
3. Бабына, И.В. Управление инвестициями: оценка эффективности инвестиционных проектов. Практикум / И.В. Бабына, Е.Я. Рыбакова – Гомель: ГГУ им. Ф. Скорины, 2001. – 62 с.
4. Балдин, К.В. Инвестиции в инновации: учебное пособие / К.В. Балдин, И.И. Передеряев, Р.С. Голов. – М.: Дацков и К, 2008. – 238 с.
5. Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент: учебное пособие / И.А. Бланк. – Киев: МП «ИТЕМ» ЛТД, «Юнайтед Лондон Трейд Лимитед», 1995. – 405 с.
6. Бочаров, В.В. Инвестиции / В.В. Бочаров. – Санкт-Петербург: Питер, 2009. – 381 с.
7. Бусыгин, Д.Ю. Модели и методы экономической оценки инвестиций / Д.Ю. Бусыгин, Ю.Н. Бусыгин. – Минск: Друк-С, 2007. – 192 с.
8. Волков, И.М. Проектный анализ: Продвинутый курс: учебное пособие / И.М. Волков, М.В. Грачева. – М.: ИНФРА-М, 2004. – 495 с.
9. Гейзлер, П.С. Управление проектами: учебное пособие / П.С. Гейзлер, О.В. Завьялова. – Минск: Книжный дом, 2005. – 288 с.
10. Гончаров, В.И. Инвестиционное проектирование: учебное пособие / В.И. Гончаров. – Минск: Современная школа, 2010. – 320 с.
11. Гончаров, В.И. Управление инвестициями: учеб-метод. комплекс / В.И. Гончаров, В.Я. Стариков. – Минск: Изд-во МИУ, 2005. – 160 с.
12. Ендовицкий, Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: методология и практика / под ред. Л.Т.Гиляровской. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 400 с.
13. Ендовицкий, Д.А. Практикум по инвестиционному анализу: учеб. пособие/ Д.А. Ендовицкий, Л.С. Коробейникова, Е.Ф. Сысоева; под ред. Д.А. Ендовицкого. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 240 с.

14. Золотогоров, В.Г. Инвестиционное проектирование: учебное пособие / В.Г. Золотогоров. – Минск: Книжный дом, 2005.- 368 с.
15. Инвестиции. Сборник заданий для самостоятельной подготовки: учебное пособие / Под ред. Н.И. Лахметкиной. – М.: КНОРУС, 2009. 272 с.
16. Ковалев, В.В. Методы оценки инвестиционных проектов / В.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 52 с.
17. Мазоль, С.И. Инвестиционный анализ: пособие / С.И. Мазоль. – Минск: БГЭУ, 2009. – 538 с.
18. Об утверждении Программы деятельности Правительства Республики Беларусь на 2011-2015 годы: Постановление совета Министров Республики Беларусь от 18 февраля 2011 г. № 216
19. Об утверждении Программы социально-экономического развития Республики Беларусь на 2011-2015 годы: Указ Президента Республики Беларусь от 11 апреля 2011 года № 136.
20. Правила по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов: постановление Министерства экономики Республики Беларусь от 31 авг. 2005 г., № 158 // НЭГ. – 2005. – № 81, 83, 85, 87.
21. Просветов, Г.И. Бизнес-планирование: задачи и решения: учебно-практ. пособие / Г.И. Просветов. – 2-е изд., доп. – М.: Изд-во «Альфа-Пресс», 2008. – 256 с.
22. Струк, Т.Г. Управление инвестициями / Т.Г. Струк. – Минск: ТетраСистемс, 2010. – 126 с.
23. Филиппова, Л.Е. Проектное финансирование в мировой экономике: монография / Л.Е. Филиппова. – Минск: Мисанта, 2009. 107 с.
24. Ширшова, В.В. Теория и практика инвестиционных расчётов: учеб. пособие / В.В. Ширшова, А.В. Королёв. – Минск: Изд-во Гревцова, 2009. – 296 с.
25. Экономическая оценка инвестиций: учебник для вузов / Под ред. М. Римера. – СПб.: Питер, 2011. – 432 с.

Оглавление

Тема 1. ПОНЯТИЕ И СУЩНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	3
2. Экономическая сущность инвестиций.....	3
3. Классификация форм инвестиций по отдельным признакам.....	4
4. Понятие, формы, участники, схема инвестиционной деятельности.....	6
Тема 2. УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ.....	9
5. Цель и задачи управления инвестициями.....	9
6. Понятие инвестиционной политики и инвестиционной стратегии.....	12
7. Правовая база инвестирования в Республике Беларусь...	15
8. Направления государственного регулирования инвестиционной деятельности.....	17
Тема 3. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЫНКИ И СДЕЛКИ.....	23
1. Инвестиционный рынок в системе инвестиционного менеджмента.....	23
2. Оценка и прогнозирование развития рынка инвестиций	27
3. Инвестиционные качества отдельных инструментов фондового рынка.....	35
Тема 4. ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ....	43
1. Инвестиционная стратегия: понятие, виды и роль в развитии предприятия.....	43
2. Принципы и этапы разработки инвестиционной стратегии предприятия.....	45
3. Стратегические нормативы в области инвестиционной деятельности.....	53
Тема 5. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ ПРЕДПРИЯТИЯ И СПОСОБЫ ИХ МОБИЛИЗАЦИИ.....	55
1. Инвестиционные ресурсы: понятие, принципы формирования, цели и задачи управления.....	55
2. Этапы формирования инвестиционных ресурсов предприятия.....	58
3. Определение потребности предприятия в инвестиционных ресурсах.....	60
4. Подходы к оптимизации состава и структуры инвести-	63

ционных ресурсов предприятия.....	
Тема 6. ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ И ПРИНЦИПЫ ПОРТФЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ.....	66
2. Цель и задачи формирования инвестиционного портфеля предприятия.....	66
3. Типы инвестиционных портфелей, их характеристика...	67
4. Принципы и последовательность формирования инвестиционного портфеля.....	69
5. Особенности формирования и оценка портфелей реальных инвестиционных проектов и ценных бумаг.....	70
Тема 7. ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЕКТАМИ.....	77
1. Календарный план реализации инвестиционного проекта и принципы его разработки.....	77
2. Бюджет реализации инвестиционного проекта, его виды и задачи.....	80
3. Особенности разработки капитального бюджета реализации инвестиционного проекта.....	81
4. Особенности разработки текущего бюджета реализации инвестиционного проекта.....	83
Тема 8. ПРЕДИНВЕСТИЦИОННАЯ ФАЗА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА.....	86
4. Общая характеристика и содержание прединвестиционных исследований.....	86
5. Исследование инвестиционных возможностей.....	88
6. Предварительное технико-экономическое обоснование инвестиционного проекта.....	90
Тема 9. СПЕЦИФИКА РАЗРАБОТКИ БИЗНЕС-ПЛАНА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА.....	99
1. Цели, задачи, принципы и подходы к разработке бизнес-планов инвестиционных проектов.....	99
2. Структура и содержание бизнес-плана инвестиционного проекта.....	103
3. Программное обеспечение для разработки бизнес-планов инвестиционных проектов.....	108
Тема 10. ПЛАНИРОВАНИЕ И ОРГАНИЗАЦИЯ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЕКТАМИ.....	113
5. Система планирования управления инвестиционными проектами.....	113

6. Разработка плана инвестиционного проекта.....	115
7. Планирование ресурсного обеспечения инвестиционного проекта.....	121
8. Организационное обеспечение инвестиционного проектирования.....	126
Тема 11. ОРГАНИЗАЦИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ.....	128
5. Самофинансирование.....	128
6. Акционирование.....	129
7. Банковское кредитование.....	130
8. Лизинг.....	137
9. Бюджетное финансирование.....	143
10. Проектное финансирование.....	147
11. Концессия.....	154
Тема 12. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ.....	159
1. Понятие, виды и концептуальная схема оценки эффективности инвестиционного проекта.....	159
2. Принципы определения эффективности инвестиционного проекта.....	165
3. Показатели оценки эффективности инвестиций.....	168
Тема 13. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ С ПОЗИЦИИ УЧАСТНИКОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА.....	174
1. Критерии и показатели эффективности инвестиционных проектов с учетом интересов участников инвестиционного проекта.....	174
2. Оценка эффективности участия в проекте.....	178
3. Оценка эффективности проекта структурами более высокого уровня.....	181
Тема 14. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЕКТАМИ.....	185
1. Информация для оценки эффективности инвестиционного проекта.....	185
2. Принципы принятия и документирование инвестиционных решений.....	186
Литература.....	192

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПРОЕКТИРОВАНИЕ

**Учебно-методическое пособие
для студентов специальности
1-27 01 01-01 «Экономика и организация
производства (машиностроение)»
заочной формы обучения**

Составители: **Голуб** Мария Владимировна
Лапицкая Лариса Михайловна

Подписано к размещению в электронную библиотеку
ГГТУ им. П. О. Сухого в качестве электронного
учебно-методического документа 21.01.16.

Рег. № 27Е.
<http://www.gstu.by>