

Тема 5.2

Управление инвестициями предприятия

Общие вопросы:

1. Сущность и формы инвестиций
2. Классификация инвестиций предприятий
3. Управление капитальными инвестициями
4. Управление источниками финансирования капитальных инвестиций
5. Управление финансовыми инвестициями
6. Управление формированием портфеля финансовых инвестиций

5.2.1 Сущность и формы инвестиций

С целью эффективного функционирования предприятия осуществляют инвестиционную деятельность. Последняя представляет собой совокупность практических действий по реализации инвестиций.

В соответствии с Законом Республики Беларусь «Об инвестициях», **инвестиции** – любое имущество и иные объекты гражданских прав, принадлежащие инвестору на праве собственности, ином законном основании, позволяющем ему распоряжаться такими объектами, вкладываемые инвестором на территории Республики Беларусь способами, предусмотренными настоящим Законом, в целях получения прибыли (доходов) и (или) достижения иного значимого результата либо в иных целях, не связанных с личным, семейным, домашним и иным подобным использованием, в частности:

- движимое и недвижимое имущество, в том числе акции, доли в уставном фонде, паи в имуществе коммерческой организации, созданной на территории Республики Беларусь, денежные средства, включая привлеченные, в том числе займы, кредиты;
- права требования, имеющие оценку их стоимости;
- иные объекты гражданских прав, имеющие оценку их стоимости, за исключением видов объектов гражданских прав, нахождение которых в обороте не допускается (объекты, изъятые из оборота).

Интеллектуальные ценности, которые вкладываются и используются предприятием в виде нематериальных ресурсов, также входят в состав имущественных ценностей (или имущества в виде активов), поэтому в противопоставлении этих терминов нет смысла. В мировой экономической теории по этим вопросам вложения всех форм имущественных ценностей в процессе инвестиций рассматривается как “вложения капитала”.

Целью инвестиций является не только создание прибыли или достижения социального эффекта, но и другие формы обеспечения развития и повышения рыночной стоимости предприятия, что находит свое отражение в росте суммы

вложенного капитала. Эту цель инвестирования как подчеркивают главную наиболее известные зарубежные экономисты. Так, в монографии “Инвестиции”. Шарп вместе с другими американскими учеными определяет: “В наиболее широком смысле термин “инвестировать” означает расстаться с деньгами сегодня с тем, чтобы получить большую сумму в будущем”. Аналогичное определение этого термина подается в монографии “Основы инвестирования”, подготовленном американскими экономистами Л. Гитманом и М. Джонком: “...инвестиция - это способ размещения капитала, который должен обеспечить сохранение или рост суммы капитала”. Эта цель инвестиций подчеркивается и в определениях украинских экономистов в трудах по этому вопросу - в монографиях. Бланка “Инвестиционный менеджмент”, А.Мертенса “Инвестиции”, В. Шевчука и П. Рогожина “Основы инвестиционной деятельности” и других.

Понятие “*инвестиции*” предлагается изложить в следующей редакции: инвестиции - это вложения капитала в объекты предпринимательской деятельности с целью обеспечения его роста в предстоящем периоде.

Основным признаком, по которому инвестиции разделяются на отдельные формы, является объект вложения капитала. По этому признаку, согласно мировой экономической теории, инвестиции делятся на реальные и финансовые. Поэтому прежде всего следует отметить ошибочность отнесения к формам инвестиций реинвестиции, которые характеризуют не объект вложения капитала, а процесс использования дохода, полученного от инвестиционных операций (в процессе реинвестиций, согласно этому же закону, инвестиционный доход может быть использовано на осуществление как капитальных, так и финансовых инвестиций).

Под капитальными инвестициями понимают все затраты предприятия на приобретение или создание материальных и нематериальных активов, включаются в их первоначальную стоимость.

Эффективность разработанной инвестиционной стратегии предприятие должно оценить по следующим критериям:

- согласованность инвестиционной стратегии с общей стратегией экономического развития предприятия.
- внутренняя сбалансированность инвестиционной стратегии;
- согласованность инвестиционной стратегии с внешней средой;
- реализация инвестиционной стратегии с учетом имеющегося ресурсного потенциала;
- приемлемость уровня риска, связанного с инвестиционной стратегией;
- результативность инвестиционной стратегии.

Главная цель инвестиционной деятельности - повышение стоимости предприятия. Достижение главной цели инвестиционной деятельности обеспечивается разработкой и реализацией инвестиционной стратегии

предприятия. Она зависит от стадии жизненного цикла предприятия, которая определяет содержание инвестиционной стратегии (табл. 5.1).

Таблица 5.1

Зависимость инвестиционной стратегии от стадии жизненного цикла предприятия

Стадия жизненного цикла	Инвестиционная стратегия
Рождения	Обеспечение достаточного объема основного капитала и начальных капитальных инвестиций
Детство	Завершение формирования капитала и осуществления капитальных инвестиций
Юность	Расширение деятельности за счет разнообразия инвестиционного портфеля
Ранняя зрелость	Существенное расширение инвестиционного портфеля
Конечная зрелость	Расширение финансового инвестирования
Старение	Формирование инвестиционного портфеля, что позволяет сохранить имеющиеся позиции
Возрождение	Диверсификация инвестиционного портфеля

Предприятия должны стремиться к поддержанию или улучшению своих конкурентных позиций, для этого необходим поиск перспективных инвестиционных направлений.

Основные направления инвестиций - это вложение средств в движимое и недвижимое имущество (строительство производственных зданий, сооружений, объектов социальной сферы, приобретения техники, оборудования, пополнение оборотных фондов и т.д.); приобретение акций, облигаций, других ценных бумаг, целевые денежные (банковские) вклады; приобретение или создание нематериальных активов (научно-техническая продукция, "ноу-хау", интеллектуальные ценности, имущественные права и т.п.); приобретение долей в капитале других предприятий и целостных имущественных комплексов (дочерних предприятий, других хозяйственных единиц).

В процессе инвестиционной деятельности предприятия могут осуществляться реинвестиции, под которыми понимают повторное вложение средств, полученных в форме дохода от функционирования начального инвестиционного проекта. Реинвестиции могут направляться на замену физически и морально изношенных основных средств, начального инвестиционного проекта, модернизацию технологического оборудования, на инвестирование новых программ, обеспечивающих высокую конкурентно-способность продукции и ее доходность и т.д.

Государство может регулировать инвестиционную деятельность предприятий через проведение кредитной и амортизационной политики,

предоставление финансовой помощи в виде дотаций, субсидий, субвенций, бюджетных займов, а также налоговой политики путем дифференциации субъектов и объектов налогообложения, налоговых ставок и льгот и т.д.

Фактическая величина инвестиций предприятия зависит от его инвестиционного потенциала, которая определяется как сумма чистой прибыли, амортизационных отчислений, заемных и привлеченных средств. Чистая прибыль вместе с амортизационными отчислениями, называют денежным потоком предприятия.

5.2.2 Классификация инвестиций предприятия

Инвестиции представляют собой целенаправленное использование капитала. Наличие различных форм вложения капитала требует классификации инвестиций. Их можно классифицировать по определенным признакам.

1. По видам инвестиций:

- **производственные инвестиции** - вложения в производственные ресурсы: основные средства и предметы труда;
- **финансовые инвестиции** - вложения средств в ценные бумаги, целевые банковские вклады, депозиты, приобретение паев и т.д. Наибольшую долю среди которых составляют ценные бумаги, включая средства в банках;
- **интеллектуальные инвестиции** - вложения средств в объекты интеллектуальной собственности. Если инвестиции осуществляются с целью создания новинок или их внедрение в производство, то такие инвестиции называют инновационными.

2. По целям применения инвестиции разделяют на:

- **реинвестиции** (изменение старых средств);
- **нетто-инвестиции** (приобретение новых активов, расширение производства).

3. По характеру участия в инвестировании выделяют:

- **прямые инвестиции** - непосредственное участие инвестора во вложении средств в выбранный им объект;
- **непрямые инвестиции** – это инвестиции, которые связаны с инвестированием, опосредуются инвестиционными или другими посредниками.

4. По сроку инвестирования различают:

- **краткосрочные инвестиции** – это вложения капитала на период до одного года (краткосрочные депозитные вклады, покупка краткосрочных сберегательных сертификатов и т.п.);
- **долгосрочные инвестиции** – это вложения средств на период более одного года.

5. По форме собственности:

- **частные инвестиции** – к ним относят вложения средств физическими лицами или негосударственными предприятиями;
- **государственные инвестиции** – это вложения средств центральными или местными органами власти за счет бюджета, внебюджетных фондов и заемных средств и вложения государственных предприятий;
- **иностранные инвестиции** – это вложения средств иностранных граждан, юридических лиц и государства;
- **совместные инвестиции** – это вложения средств резидентов и нерезидентов.

В зависимости от классификации инвестиций и направлений их осуществления разрабатывается инвестиционная политика предприятия, которая должна отвечать таким требованиям:

- долгосрочная инвестиционная стратегия должна быть подчинена общей и конкурентной стратегиям и согласована с финансовой стратегией предприятия;
- инвестиционная политика должна охватывать следующие направления инвестирования: капитальные инвестиции; инвестирование в оборотные средства; финансовые инвестиции; интеллектуальные инвестиции.
- инвестиционная политика должна базироваться на альтернативности выбора.
- для обоснования целесообразности инвестиций необходимо использовать не только финансовые показатели их оценки, но и неформальные критерии.

Субъектами инвестиционной деятельности являются инвесторы, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также поставщики, любые субъекты предпринимательской и финансовой деятельности - банковские, страховые и посреднические учреждения. Субъектами инвестиционной деятельности могут быть физические и юридические лица (в том числе иностранные), а также государственные и международные организации. Отношения между субъектами инвестиционной деятельности осуществляются на основании договоров. **Основным субъектом** инвестиционной деятельности является инвестор, осуществляющий вложения собственных, заемных или привлеченных средств в форме инвестиций.

Вторым **объектом** инвестиционной деятельности является заказчик. Заказчиками могут быть инвесторы (уполномоченные посредники), которые осуществляют реализацию инвестиционных проектов, и не вмешиваются в предпринимательскую деятельность.

Подрядчики - это физические и юридические лица, которые выполняют работы по договору подряда или государственному контракту, заключаемым с заказчиками.

Инвестиции осуществляют по следующим направлениям:

- капитальное строительство;
- инновации, в которых воплощается научно-техническая продукция и интеллектуальный потенциал;
- фондовый рынок и акции, облигации, производные инструменты.

5.2.3 Управление капитальными инвестициями

Капитальные инвестиции являются главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия.

Среди всех направлений инвестиционной деятельности ведущее место занимают капитальные инвестиции. С помощью капитальных инвестиций воспроизводятся на простой и расширенной основе основные средства производства, то есть создается материальная основа для повышения производительности живого труда на базе внедрения комплексной механизации и автоматизации производства. Благодаря капитальным инвестициям реализуются более совершенные формы общественной организации производства: специализация, кооперирование и комбинирование.

Капитальные инвестиции включают: новое строительство, реконструкцию, модернизацию, техническое перевооружение предприятия и другие направления пополнения основных средств.

Улучшению состояния основных средств будет способствовать эффективное управление капитальными инвестициями, что является многоаспектной проблемой. В значительной степени управления капитальными инвестициями зависит от амортизационной политики. Управление этим процессом должно найти закрепление на законодательной основе, по разработке отраслевых и региональных программ модернизации / ликвидации аварийно-опасных зданий и сооружений; проведение мероприятий, направленных на совершенствование статистики основных средств, в т.ч. создание системы комплексного обследования наличия и движения.

Важное значение в управлении имеет баланс капитальных инвестиций, который характеризует как процесс, так и результат освоения капитальных инвестиций. Общая схема баланса капитальных инвестиций такова:

$$Н_{п} + К = В + С + Н_{к},$$

где $Н_{п}$ и $Н_{к}$ - объем незавершенного строительства соответственно на начало и конец отчетного периода;

$К$ - объем произведенных в отчетном периоде капитальных инвестиций;

$В$ - объем введенных в действие в отчетном периоде основных средств;

С - списание в установленном порядке прекращенных строительством незавершенных объектов.

Для ускоренного развития инновационного рынка требуется обеспечение финансовыми ресурсами приоритетных направлений научных разработок, расширение источников финансирования на основе специальных целевых, венчурных фондов, создание механизмов государственного стимулирования эффективного использования частных и иностранных инвестиций в научные отрасли, в приоритетные научно-технические разработки, уменьшение импортозависимости экономики, а также расширение форм инфраструктуры инновационного рынка. Важное значение имеет государственное регулирование процессов в этой сфере.

Основой государственного регулирования инновационного рынка должна быть его тесная связь с экономикой производства. Это требует максимальной гармонизации законодательства Украины в области образования, науки, технологий и технологического развития с международными стандартами, принятыми в развитых странах мира.

В связи с этим необходимо:

- ввести льготное налогообложение инновационной деятельности предприятий, научно-исследовательских и конструкторских организаций с целью содействия привлечению дополнительных (негосударственных) средств на фундаментальные научные исследования, разработать и внедрить (продажа потребителю) новых технологий, обеспечивая условия для партнерства науки с бизнесом. Важным шагом к этому является изъятие из налогообложения затрат на экономически значимые НИОКР; внести соответствующие дополнения в Законы о научной и научно-технической деятельности и налогообложения предприятий;
- активизировать инвестиции в таких сферах прикладных НИОКР, как машиностроение, биотехнологии, информационные технологии, новые материалы и аэрокосмические исследования, продукция медицинской промышленности, которые наиболее эффективны, коммерциализированные, пользуются спросом на внутреннем и внешнем рынках;
- ввести льготное (в основном долгосрочное) кредитование активных участников инновационного рынка - научно-исследовательских, проектных организаций и предприятий, объектов рыночной инфраструктуры;
- расширить масштабы применения государственной контрактной системы в сфере научно-технической и инновационной деятельности с повышением роли и значения государственного заказа;
- органам управления инновационной деятельностью на всех уровнях осуществлять систематический анализ результатов реализации научно-технических разработок на внутреннем и внешнем рынках, создать с этой целью экспертно-аналитические группы.

В современных экономических условиях подавляющее большинство производственных предприятий для дальнейшего развития требуют осуществления коренных изменений в различных направлениях своей деятельности - создание новых конкурентоспособных видов продукции, технологического перевооружения, разработки более совершенной концепции маркетинга, построения более эффективной структуры управления предприятием и т.д. Обеспечение этих коренных изменений в производственной деятельности требует значительного объема инвестиций, привлечение которых должно быть связано с планированием стратегического развития предприятий. Можно без преувеличения утверждать, что планирование стратегического развития производственных предприятий и планирования объема и направлений инвестиций - это два глубоко связанных между собой экономические процессы.

Инвестиционный проект - это относительно новый для нашей практики термин, который довольно неоднозначно трактуется в современной экономической литературе. Так, в “Кодексе знаний об управлении проектами”, разработанному Институтом управления проектами США (Project Management Institute, USA), этот термин определяется следующим образом: “Проект представляет собой определенное задание с соответствующими исходными данными и результатами (целями), обуславливающими способ ее решения. Российские ученые в монографии “Инвестиционное проектирование” (“Инвестиционное проектирование”) определяют как комплексный план мероприятий, направленных на создание нового или модернизацию действующего производства товаров и услуг с целью получения экономической выгоды. Украинские экономисты. Я. Шевчук и П. С. Рогожин дают такую интерпретацию этого термина: “Инвестиционный проект - это документ, который содержит систему взаимосвязанных во времени и пространстве и согласованных с ресурсами мероприятий и действий, направленных на развитие экономики предприятия”.

Термин “**инвестиционный проект**” предлагается определять следующим образом: “Инвестиционный проект - это документ, обеспечивающий отдельные направления стратегического развития предприятия путем реального инвестирования, обосновывает потребность в соответствующих инвестиционных ресурсах в различных формах их и содержит систему соответствующих управленческих решений по обеспечению наиболее эффективных форм реализации, изложенных в нем инвестиционных целей.

Инвестиционные проекты, разрабатываются производственными предприятиями, различаются между собой по многим характеристикам. Поэтому в экономической теории инвестиционные проекты классифицируются по различным признакам:

1. В зависимости от целевой направленности все инвестиционные проекты, которые разрабатываются предприятиями, делятся на проекты развития и проекты санации.

Инвестиционные проекты развития направлены на реализацию стратегических целей предприятия, связанных с ростом объема производственной деятельности, ее диверсификацией и т.д. В состав таких инвестиционных проектов относят также те, которые связаны с созданием новых предприятий.

Инвестиционные проекты санации разрабатываются только для действующих производственных предприятий, которые вследствие неэффективного управления, существенного изменения конъюнктуры рынка, старой технологической базы и т.д. значительно уменьшили объем сбыта продукции и имеют финансовые трудности, которые создают реальную угрозу банкротства. Целью разработки таких инвестиционных проектов является проведение соответствующей структурной перестройки предприятия (в области его инновационной политики, маркетинговой деятельности и т.д.) для того, чтобы сохранить их как самостоятельные единицы со статусом юридического лица или провести эффективное слияние с другим финансово устойчивым предприятием.

2. Согласно направлений производственного развития, которые отвечают конкретным целям экономической стратегии предприятий, инвестиционные проекты разделяются на проекты освоения новой продукции; проекты совершенствования (или создания новой) технологии; проекты значительного наращивания объемов производства продукции, включая региональной диверсификацией этого производства; проекты освоения новых рынков сбыта продукции; проекты расширения сырьевой базы для предприятий добывающих отраслей экономики) и т.д. Если проекты имеют не одну, а несколько инвестиционных целей, они за этим классификационным признаком считаются комплексными.

В более обобщенном виде все инвестиционные проекты по направлениям производственного развития может быть разделено на **две категории**: инвестиционные проекты, увеличивающие потенциал производства продукции (товаров, услуг), и инвестиционные проекты, которые увеличивают потенциал сбыта (реализации) продукции.

3. Существенным классификационным признаком инвестиционных проектов является конкретная форма осуществления реальных инвестиций. Учитывая эти формы, можно предложить следующую классификацию инвестиционных проектов:

- проекты, направленные на приобретение целостных имущественных комплексов с целью обеспечения товарной или региональной диверсификации производственной деятельности предприятия;

- проекты нового строительства объектов с законченным технологическим циклом на специально отведенных территориях;

- проекты реконструкции предприятия, связанные с существенным преобразованием производственно-технологических процессов на основе современных научно-технических достижений (в этих проектах может предусматриваться расширение отдельных производственных и непроизводственных помещений, строительство вместо снесенных новых сооружений этого же назначения на территории действующего предприятия);

- проекты модернизации активной части основных производственных фондов путем конструктивного изменения всего или основного парка оборудования, машин и механизмов, используемых предприятием; проекты приобретение отдельных видов материальных и инновационных нематериальных активов, которые предполагаются к обновлению (в связи с физическим или моральным износом) или увеличением (в связи с расширением объема производственной деятельности), прироста оборотных товарно-материальных ценностей (запасов сырья, материалов, готовой продукции), приобретение других аналогичных активов, которые обеспечивают рост объемов и повышение эффективности производственной деятельности в предстоящем периоде.

По более высокой степени обобщения инвестиционные проекты предприятия могут рассматриваться по этому классификационному признаку как:

- проекты, направленные на воспроизводство основных фондов;
- проекты приобретения новых нематериальных активов инновационного характера;
- проекты обеспечения прироста материальных оборотных средств.

4. В зависимости от объема инвестирования проекты делятся на малые, средние и большие. Критерием такой классификации проектов выступает объем инвестиционных ресурсов, необходимый для реализации их (этот показатель рассматривается обычно в денежной форме). Количественно этот критерий значительно колеблется в классификациях отдельных авторов.

5. Согласно сроку реализации инвестиционные проекты в современной практике делятся на три группы: **краткосрочные проекты** (с общим сроком реализации до одного года); **среднесрочные проекты** (с общим сроком реализации от одного до двух лет); **долгосрочные проекты** (с общим сроком реализации свыше двух лет). Приведенные критерии разделения проектов по срокам реализации используются как в мировой, так и в отечественной практике инвестиционной деятельности.

6. В зависимости от участия отдельных групп инвесторов в реализации проекта они делятся на такие виды: проекты, которые реализуются самим предприятием без посторонней помощи; проекты, которые реализуются при участии других отечественных инвесторов (к ним относят также проекты, которые реализуются за счет финансирования из государственного бюджета для государственных предприятий); проекты, которые реализуются с участием иностранных инвесторов. Такая классификация инвестиционных проектов в значительной степени определяет требования к структуре и обоснование уровня их отдельных разделов.

7. В зарубежной практике широко используется классификация инвестиционных проектов по уровню их риска. По этому признаку наиболее распространенным является такое группирование инвестиционных проектов:

- **проекты с уровнем риска ниже среднего** (к ним относят, как правило, инвестиционные проекты, которые должны обеспечить снижение себестоимости продукции);

- **проекты со средним уровнем риска** (к ним относят, как правило, проекты реконструкции или нового строительства, обеспечивающих расширение производства продукции); проекты с уровнем риска выше среднего (к ним относятся, как правило, инвестиционные проекты, направленные на разработку новой продукции или проникновение на другие региональные рынки ее сбыта);

- **проекты с высоким уровнем риска** (к ним относят, как правило, проекты, направленные и на исследования и разработку новой технологии производства, а также на первоначальное ее внедрение).

Некоторые экономисты предлагают классифицировать инвестиционные проекты по их норме прибыли. Но, с нашей точки зрения, такая классификация проектов не достаточно корректна, потому что в первую очередь уровень прибыли за инвестициями в значительной мере определяется уровнем их риска (чем выше уровень инвестиционного риска, тем больше, при прочих равных условиях, должна быть норма инвестиционной прибыли); кроме того, норма прибыли по инвестиционным проектам предприятий различных отраслей экономики колеблется в довольно значительном диапазоне, и та норма прибыли, которая считается высокой для предприятий одной отрасли, может быть низкой его нормой для предприятий другой отрасли; наконец, количественный критерий высокой или малой нормы прибыли инвестиционного проекта определяется уровнем прибыльности текущей операционной деятельности после реализации проекта, поэтому мерой прибыльности конкретного проекта может быть только средний уровень рентабельности операционной деятельности данного предприятия.

Разработка каждого инвестиционного проекта производственных предприятий от первоначальной идеи до начала эксплуатации представляет

собой его полный цикл, который состоит из трех отдельных фаз: прединвестиционной, инвестиционной и эксплуатационной. Каждая из этих фаз, в свою очередь, делится на отдельные стадии. В соответствии с рекомендациями UNIDO (Организации Объединенных Наций по Промышленному Развитию), в состав отдельных фаз инвестиционного цикла должны входить следующие стадии:

- **прединвестиционная фаза:** определение инвестиционных возможностей; анализ альтернативных вариантов проекта и предварительный выбор проекта; подготовка проекта (предварительного технико-экономического обоснования); принятие решения об инвестировании;
- **инвестиционная фаза** проведение переговоров и заключение контрактов; инженерно-техническое проектирование; строительные работы и установка оборудования; предпроизводственный маркетинг, включая с обеспечением поставки; набор и подготовка персонала; сдача объекта в эксплуатацию;
- **эксплуатационная фаза:** принятие объекта к эксплуатации; запуск производства; корректировка технологии; корректировка парка оборудования; корректировка состава персонала.

5.2.4 Управление источниками финансирования капитальных инвестиций

Возможности привлечения полного объема необходимых для реализации инвестиционных проектов предприятия финансовых средств является одной из главных предпосылок принятия соответствующих решений. Финансирование инвестиционных проектов предприятий, прежде всего предприятий производственного профиля, получило в последние десятилетия широкую международную практику и привело к созданию достаточно развитой сети организаций, специализированных именно на таком финансировании. Эта практика, известная под названием “проектное финансирование”, создала условия эффективного развития предприятий за счет интенсивной инвестиционной деятельности и реализации капиталоемких инвестиционных проектов отраслей производственной и перерабатывающей промышленности, топливно-энергетического комплекса.

В связи с потребностями практики, получила соответствующий импульс развития и экономическая теория, связанная с проектным финансированием, отдельные положения которой рассматриваются в трудах многих экономистов, ведущих исследования в этой области. Согласно этой теории, финансирование инвестиционных проектов должно базироваться на следующих **основных принципах**:

- квалифицированная разработка бизнес-плана (технико-экономического обоснования) инвестиционного проекта;
- ориентация на сотрудничество в реализации проекта с наиболее заинтересованными и надежными инвесторами;
- предварительное согласование с потенциальными инвесторами основных требований по обоснованию направлений и основных показателей проекта;
- достаточный уровень важнейших показателей оценки эффективности инвестиционных проектов, в первую очередь, показателя чистой приведенной стоимости;
- четкое определение уровня инвестиционных (проектных) рисков, распределение их между участниками реализации проекта;
- благоприятный инвестиционный климат в стране, где должен быть реализован инвестиционный проект (в случае привлечения иностранных инвесторов);
- обязательное участие непосредственного инициатора инвестиционного проекта в финансировании значительной его части.

Согласно теории проектного финансирования, его главной целью является не только обеспечение необходимого общего объема инвестиционных ресурсов для реализации проекта, но и оптимизация источников этого финансирования. Эта оптимизация заключается прежде всего в установлении эффективного соотношения между собственными заемными источниками финансирования инвестиционных проектов, а среди собственных - внутренних и внешних источников привлечения финансовых средств. Для предприятий государственной формы собственности определенное значение приобретает также определение соотношения централизованных и децентрализованных финансовых средств, привлекаемых к реализации инвестиционных проектов.

Прибыль является основным внутренним источником формирования финансовых ресурсов, обеспечивает все направления стратегического развития предприятия. За счет прибыли предприятие уплачивает налог на прибыль и другие платежи, формирует резервный фонд и фонд потребления, накапливает инвестиционные ресурсы для производственного развития. Эта последняя часть прибыли предприятия направляется на финансирование его инвестиционных проектов. Объем инвестиционных ресурсов, который формируется за счет прибыли предприятия, определяется в процессе его распределения на различные цели.

Однако, в современных условиях кризисного развития экономики Беларуси в целом и производственных предприятий в частности прибыль не играет надлежащей роли в формировании инвестиционных ресурсов. Большинство предприятий государственной и коллективной формы собственности имеют слишком низкий уровень рентабельности, а значительная часть их работают убыточно. На большинстве производственных предприятий

прибыль не может обеспечить заметного объема финансирования не только проектов их развития, а даже и проектов санации их.

Среди внешних собственных источников финансирования инвестиционных проектов предприятий главное место занимают привлечения дополнительного акционерного капитала и продаже за денежные средства пакетов акций.

Привлечение дополнительного акционерного капитала является наиболее распространенной практикой формирования собственных инвестиционных источников предприятий, созданных в форме акционерных обществ. При этом создаются благоприятные условия для полного покрытия потребности не только в капитальных вложениях в основные средства, а и для финансирования прироста собственных оборотных средств. Механизмом такого привлечения собственных финансовых ресурсов является дополнительная эмиссия акций акционерным обществом, и государственным.

Продажа за денежные средства пакетов акций, принадлежащих государству, также позволяет сформировать определенный объем инвестиционных ресурсов в денежной форме. Но это источник формирования финансовых ресурсов имеет определенные пределы: во-первых, оно ограничено общей суммой акционерного капитала государственных акционерных обществ; во-вторых, продажа части акций не должен приводить к потере рычагов реального управления такими предприятиями со стороны государственных органов (то есть продажа отдельных пакетов акций, принадлежащих государству, не должен сказываться на владении ею контрольным пакетом этих акций). Согласно приказу Фонда Государственного имущества Украины, продажа за денежные средства пакетов акций, принадлежащих государству, может осуществляться не только на фондовых биржах, но и во внебиржевой фондовой торговой системе путем проведения аукционов.

Как первое, так и второе внешнего источника привлечения собственных финансовых средств могут быть использованы для реализации инвестиционных проектов, имеющих высокую привлекательность для инвесторов и могут мобилизовать достаточный объем привлечения собственного капитала.

Финансирование инвестиционных проектов, как государственных, так и негосударственных производственных предприятий может осуществляться не только за счет средств государственного бюджета и формирование собственного капитала из внутренних и внешних источников, но и путем привлечения необходимого объема заемного капитала. Основными формами привлечения заемных средств для финансирования инвестиционных проектов предприятий в современных условиях выступают банковское кредитование, лизинг и привлечение иностранных инвестиций на возвратной основе.

Банковское кредитование инвестиционных проектов является наиболее традиционной формой привлечения заемных финансовых ресурсов. Но в

современных условиях коммерческие банки предоставляют предприятиям в основном краткосрочные кредиты, в то время как финансирование инвестиционной деятельности требует использования долгосрочных кредитов, которые предоставляются в незначительных размерах под высокие процентные ставки.

Одним из самых распространенных источников финансирования инвестиционных проектов реконструкции и модернизации в мировой практике является лизинг. В инвестиционном процессе предприятий могут использоваться как финансовый, так и оперативный виды лизинга. Лизинговые формы обслуживания инвестиционного процесса должны получить широкое распространение в Беларуси, ибо, как свидетельствует опыт стран с переходной экономикой, они наиболее эффективны среди заемных форм финансирования инвестиционных проектов.

Источники финансовых ресурсов, которые использует предприятие для финансирования инвестиционной деятельности обуславливают формы финансирования инвестиций: самофинансирование; финансирование за счет заемных средств; смешанное финансирование.

Большинство источников финансирования инвестиций формируются в процессе финансовой деятельности предприятия, которая приводит к изменению размера, состава собственного и заемного капитала. К такой деятельности, в частности, относят получение денежных средств от размещения акций и других операций, что обуславливает увеличение собственного капитала, получение денежных средств в результате образования долговых обязательств, увеличивающих заемный капитал (получение кредита, выпуск облигаций, выдаче векселей). Одновременно составляющей этой деятельности является выплата денежных средств для погашения ранее полученных займов, выплата дивидендов деньгами, выкуп ранее выпущенных предприятием акций и др.

На выбор источников финансирования инвестиционной деятельности влияют такие факторы: стоимость привлеченного капитала; соотношение собственного и заемного капиталов; уровень риска.

При управлении источниками финансирования капитальных инвестиций определяют их оптимальную структуру. Размер источников финансирования капитальных инвестиций в первую очередь зависит от объема и структуры инвестиционных расходов с учетом изменения индекса цен после утверждения показателей бизнес - плана проекта.

В условиях дефицита средств необходимо предусмотреть согласование общего объема поступления средств с показателями общего объема инвестиционных затрат по периодам выполнения работ и обеспечить равномерность поступления средств, согласно календарного плана выполнения работ.

Оптимизация источников финансирования инвестиционных проектов требует в каждом случае определение стоимости привлечения инвестиционных ресурсов из различных источников и расчета их средней стоимости (средней стоимости капитала, привлекаемого). При этом по каждому из источников финансирования должны быть использованы все резервы минимизации стоимости привлечения их. Эффективной следует считать такую структуру источников финансирования инвестиционного проекта, при которой средняя стоимость капитала, привлекаемого значительно ниже внутреннюю норму доходности по ним. Такое соотношение следует считать важнейшим критерием возможности реализации инвестиционного проекта по предлагаемой схеме его финансирования.

5.2.5 Управление финансовыми инвестициями

Финансовые инвестиции являются активной формой эффективного использования временно свободного капитала. К традиционным активам относятся акции и облигации. Именно они являются основными инструментами формирования капитала одними предприятиями и направлениями его размещения для других.

Акции могут быть *именными, на предъявителя, привилегированными и простыми*. Привилегированные акции дают владельцу преимущественное право на получение дивидендов, а также на приоритетное участие в распределении имущества акционерного общества в случае его ликвидации. Владельцы привилегированных акций не имеют права участвовать в управлении акционерным обществом, если иное не предусмотрено его уставом.

Привилегированные акции могут выпускаться с фиксированным (в процентах к их номинальной стоимости) ежегодно выплачиваемыми дивидендами. Выплата дивидендов осуществляется в размере, указанном в акции, независимо от величины полученной обществом прибыли. Если прибыль соответствующего года является недостаточной, выплата дивидендов по привилегированным акциям осуществляется из резервного фонда. Если размер дивидендов, выплачиваемых акционерам по простым акциям, превышает размер дивидендов по привилегированным акциям, владельцам последних может предоставляться доплата до размера дивидендов, выплаченных другим акционерам.

По количеству голосов, что акции предоставляют их владельцам на общих собраниях акционеров, различают так называемые *одноголосные, многоголосые и безголосые акции*. Определенное количество акций, сосредоточенная в одних руках и обеспечивает большинство голосов, имеет название контрольного пакета акций.

Владелец акций формально не считается владельцем предприятия. Он не имеет права изымать свою долю с производства, поскольку не имеет самостоятельного значения.

В случае, когда акционер по тем или иным причинам захочет избавиться от принадлежащих ему акций, он может либо вернуть их самому обществу (в акционерных обществах закрытого типа), или продать на рынке ценных бумаг (когда это акции общества открытого типа).

К акции может прилагаться купонный лист на выплату дивидендов, что содержит следующие основные данные: порядковый номер купона на выплату дивидендов, порядковый номер акции, по которой выплачиваются дивиденды, наименование акционерного общества и год выплаты дивидендов.

Облигация - это основной вид долговых обязательств, согласно которому заемщик (эмитент) должен уплатить определенную сумму кредитору (владельцу) по завершении определенного срока и сумму ежегодного дохода в виде финансового или плавающего процента. Изменение плавающего процента происходит по установленным правилам. Именно поэтому облигации называют ценными бумагами с фиксированным доходом.

Облигации являются ценными бумагами, которые могут выпускать государство, предприятия и иностранные организации на определенный, заранее определенный период времени, после этого они подлежат выкупу эмитентом по номинальной стоимости. Владелец облигаций, являясь кредитором, получает ежегодно (ежемесячно, ежеквартально) фиксированный процент от их номинальной стоимости.

Существуют **краткосрочные** (несколько недель), **среднесрочные** (1-7 лет), **долгосрочные** (до 30 лет) и **бессрочные облигации**.

В отличие от акций, по облигациям гарантируется уплата процента в установленный срок, но его размер, как правило ниже дивидендов.

Надежность облигации зависит от нескольких причин. Наиболее надежная облигация для инвестора - это государственная, краткосрочная, именная, серийного погашения с плавающим процентом, которая обеспечена материальным носителем. Изменение любого из этих факторов приведет к снижению надежности облигации. Для инвестора ненадежными являются низкодоходные облигации и с правом отзыва. Итак, выбор определенного типа ценной бумаги является финансовым решением, определяет экономические условия будущей деятельности предприятия.

Особое внимание нужно уделять методам оценки реальной стоимости отдельных видов финансовых вложений. Стоимость, которая определяется суммой доходов, какие ценные бумаги могут принести их владельцу.

Стоимость ценных бумаг - стоимость, как и любых других товаров в условиях рынка, определяется спросом на них и их предложением. Котировки

ценных бумаг на бирже позволяет определять их рыночную цену (курс акций, курс облигаций).

Курс акций - цена, по которой акции котируются и продаются на фондовой бирже. Выражается в их абсолютной денежной стоимости или отношением стоимости реализации к номинальной стоимости. Курс акций прямо зависит от размеров получаемых по ним дивидендов и обратно - от нормы ссудного процента.

Однако прежде чем купить те или иные бумаги, следует исчислить сумму доходов, которые они могут принести их владельцу, а после сопоставления доходов с ценой, по которой реализуются ценные бумаги, принимать решение о целесообразности или нецелесообразности их приобретения.

Стоимость ценных бумаг зависит от трех факторов: доходов от ценных бумаг, темпов изменения доходов, риска или неуверенности относительно доходов. Из них наиболее неопределенным фактором является оценка риска, особенно в условиях нестабильности экономики. Во время оценки стоимости ценных бумаг уровень риска учитывает дисконтная процентная ставка. Стоит помнить, что чем больший риск, тем больше доходы и тем больше процентная ставка.

Единственным теоретическим подходом для оценки стоимости ценных бумаг является такой: стоимость ценных бумаг определяют как текущую стоимость всех будущих поступлений от них.

Ценные бумаги с точки зрения фиксированности доходов делятся на две группы:

- ценные бумаги с **фиксированным доходом**;
- ценные бумаги с **нефиксированным доходом**.

К первым, в частности, относятся облигации и привилегированные акции, ко вторым - простые акции.

Доходность облигации определяется двумя факторами: вознаграждением за представленный эмитенту заем (купонными выплатами) и разницей между ценой погашения и приобретения бумаги.

Купонные выплаты производятся ежегодно или периодически в течение года и выражаются абсолютной величиной или в процентах:

$$Д = \frac{H - P_c}{P_c} \times \frac{365}{t} \times 100,$$

где H – номинальная стоимость облигаций;

P_c – средневзвешенная цена по конкретной серии за торговую сессию;

t – число дней от даты проведения торговой сессии до даты завершения.

Если инвестор осуществляет долгосрочные инвестиции, и в инвестиционный период, по которому происходит оценка доходности акции, не

входит ее продажа, то **текущий доход** определяется величиной выплачиваемых дивидендов (D). При такой ситуации рассматривают текущую доходность, которую рассчитывают как отношение полученного дивиденда к цене приобретения акции. (T – годовой период, 360 дней; t – время, за которое были получены дивиденды):

$$D_x = \frac{D}{P_0} \cdot 100 \cdot \frac{T}{t}$$

Кроме того, можно рассчитывать **текущую рыночную доходность**, которая будет зависеть от уровня цены, существующей на рынке в каждый момент времени (P_p):

$$D_{xp} = \frac{D}{P_p} \cdot 100 \cdot \frac{T}{t}$$

Если инвестиционный период, по которому оцениваются акции, включает выплату дивидендов и заканчивается их реализацией, то доход за инвестиционный период будет измеряться как:

$$D_{хк} = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0} \cdot 100$$

Когда для вычисления годового дохода вместо номинальной цены акции учитывается ее курсовая (рыночная) или покупная цена, полученный показатель называется дивидендной отдачей акции.

Оценка эффективности того или иного финансового инструмента инвестирования сводится к оценке его реальной стоимости, которая обеспечивает получение нормы инвестиционной прибыли.

Таковыми нормами прибыли являются:

- проценты по вкладам в уставный капитал;
- проценты на депозитные вклады в коммерческих банках;
- проценты за облигациями и другими долговыми ценными бумагами;
- дивиденды по акциям и другими паевыми ценными бумагами.

5.2.6 Управление формированием портфеля финансовых инвестиций

Основная цель формирования инвестиционного портфеля заключается в обеспечении реализации самых доходных финансовых инвестиций. К основным типам финансовых портфелей относятся: *портфель дохода, портфель роста, агрессивный портфель, компромиссный портфель консервативный портфель.*

Целью оптимизации портфеля ценных бумаг является формирование такого портфеля ценных бумаг, который бы отвечал требованиям предприятия

как доходности, так и по рискованности, что достигается путем увеличения количества ценных бумаг в портфеле.

Каждое предприятие, желающее разместить свободные средства на фондовом рынке, имеет свою шкалу оценки риска и доходности. Высокая доходность для одного предприятия может показаться низкой для второго.

Предприятия вкладывают свои капиталы в ценные бумаги с целью получения прибыли и сохранения капитала от инфляции. Чтобы сформировать эффективный инвестиционный портфель ценных бумаг, необходимо знать характеристики и значения различных видов ценных бумаг, правила их выпуска, обращения, учета, налогообложения и другие аспекты.

Портфелем ценных бумаг называют совокупность всех ценных бумаг, принадлежащих инвестору. При формировании своего инвестиционного портфеля ценных бумаг предприятие должно обеспечить безопасность вложения капитала в ценные бумаги, заданную доходность вложений, рост капитала и его ликвидность.

В зависимости от сочетания различных требований к вложению капитала в ценные бумаги различают следующие виды портфеля ценных бумаг:

- традиционный консервативный портфель;
- рискованный или агрессивный портфель;
- комбинированный портфель ценных бумаг, который сочетает в себе элементы и рискованного и традиционного портфеля.

Основным принципом оптимизации портфеля ценных бумаг является принцип диверсификации вложений, то есть составления между множеством разных по инвестиционным качествам ценных бумаг с целью снижения риска общих потерь и повышения совокупной доходности.

Рискованный портфель ценных бумаг создается обычно на срок не менее 6 месяцев для того, чтобы риск вложения в такой портфель мог компенсироваться возможностью получения высокой прибыли.

Комбинированный портфель ценных бумаг снижает риск вложений капитала, но также требует солидных стартовых сумм вложения и на долгий период времени (более 6 месяцев).

Традиционный консервативный портфель в классическом виде состоит из свободных денежных средств предприятия и краткосрочных вложений в виде корпоративных акций и облигаций и государственных ценных бумаг.

При формировании портфеля простых акций инвестору приходится преодолевать много неопределенностей:

- неизвестные заранее будущие финансовые результаты эмитента;
- неизвестные заранее время и величина выплаты будущих дивидендов по акциям;
- неизвестные заранее степень риска при инвестировании в данный ценные бумаги.

Для устранения неопределенности при инвестировании средств в акции теория и практика рыночного хозяйствования выработала определенные подходы к оценке их стоимости:

- метод капитализации чистой прибыли;
- метод капитализации дивидендов;
- метод капитализации денежных потоков.

Вложения в ценные бумаги, которыми управляют как единым целым, рассматриваются в качестве портфеля ценных бумаг. Структура портфеля отражает определенное сочетание интересов инвесторов, а также консолидирует в той или иной степени риски за некоторыми ценными бумагами. Это позволяет рассматривать портфель как целостный объект управления, что в свою очередь предусматривает следующее:

- определение задач, стоящих перед портфелем в целом;
- разработку и реализацию стратегии и тактики решения этих задач.

Тип портфеля - это его обобщенная характеристика с позиций задач, стоящих перед ним, или видов бумаг, входящих в портфель. К ценным бумагам, являющимся объектом портфельного инвестирования, относятся:

- акции АО;
- государственные долговые обязательства (облигации, размещенные среди юридических лиц, облигации местных органов власти);
- доходные ценные бумаги;
- коммерческие бумаги;
- депозитные сертификаты, сберегательные сертификаты банков и др.

Различают несколько типов портфелей:

- **портфель роста** ориентирован на акции, курсовая стоимость быстро растет. Цель - прирост капитала инвесторов. Вот почему владельцам портфеля дивиденды могут выплачиваться в небольшом размере или вовсе не выплачиваться;

- **портфель дохода**, целью которого является получение высоких текущих доходов. Отношение стабильно выплачиваемого процента и курсовой стоимости ценных бумаг, входящих в этот портфель, выше рыночного. Согласно их курсовая стоимость растет медленнее;

- **портфель рискованного капитала** - портфель, состоящий преимущественно из ценных бумаг молодых компаний агрессивного "а" типа, выбравших стратегию быстрого расширения;

- **сбалансированный портфель**, состоящий частично из ценных с быстро-растущим курсом, частично из высокодоходных ценных бумаг. В этом портфеле могут находиться и высокорисковые ценные бумаги, цель - прирост капитала и получения высокого дохода, соответственно чему и общий риск

будут сбалансированным. Такой тип портфеля чаще выбирают инвестиционные фонды, поскольку он точно соответствует цели их деятельности;

– **специализированный портфель**, по которому ценные бумаги объединены не по общему целевому, а по более личным критериям (вид риски, вид ценных бумаг, отраслевая или региональная принадлежность), например:

1) портфель стабильного капитала и дохода (однородные портфели, кратко- и среднесрочных депозитных сертификатов);

2) портфель краткосрочных фондов (такой портфель характерный для взаимных фондов денежного рынка);

3) портфель средне- и долгосрочных фондов с фиксированным доходом (сформированный, как правило, из облигаций);

4) региональный или отраслевой портфель;

5) портфель иностранных ценных бумаг.

Система целей портфеля может быть представлена следующим образом:

- сохранение и прирост капитала;
- приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменять наличность;
- доступ через приобретение ценных бумаг к дефицитным продуктам и услугам, имущественных и неимущественных прав;
- расширение сферы влияния и перераспределения собственности;
- спекулятивная игра на колебаниях курсов;
- доходные цели (зондирование рынка, страхование от излишних рисков и др.).

Для квалифицированного управления портфелем необходимо руководствоваться соответствующей **портфельной стратегией**, которая определяется:

- типом и целями портфеля;
- состоянием рынка, его активностью, динамикой процентной ставки и курсовой стоимости ценных бумаг;
- действующими законодательными льготами и ограничениями;
- общеэкономическим состоянием (в том числе такими факторами как фазы экономических циклов, уровень инфляции);
- необходимостью поддерживать уровень ликвидности и минимизацию рисков;
- типом стратегии (кратко-, средне- и долгосрочность).

Одним из основных способов уменьшения риска портфельных инвестиций является **диверсификация портфеля** - такое комбинирование его элементов, при котором достигается минимизация риска при сохранении возможного дохода. Диверсификация основана на различиях в колебаниях доходов и цен на объекты инвестирования.