

Федеральное агентство по образованию

Омский государственный университет  
им. Ф.М. Достоевского

А.В. Меньшенина

## ИНВЕСТИЦИИ

Конспект лекций

(для студентов специальности 060400 «Финансы и кредит»)

Создание и продвижение сайтов  
Современные методы управления продажами на сайтах

Вернуться в библиотеку учебников

Уникальная подборка информации по экономике и инновациям:  
- для самообразования топ-менеджеров;  
- для повышения квалификации преподавателей;  
- для рефератов и контрольных.

Изд-во  
ОмГУ

Омск  
2005

УДК 336  
ББК 65.9(2)-56я73  
И 586

*Рекомендовано к изданию редакционно-издательским советом ОмГУ*

Рецензент – кандидат экономических наук, доцент кафедры  
«Бухгалтерский учет, анализ и аудит» ОмГУ *Е.Б. Свердлина*

**И 586 Инвестиции:** Конспект лекций (для студентов специальности 060400 «Финансы и кредит») / сост. А.В. Меньшенина. – Омск: Изд-во ОмГУ, 2005. – 79 с.

ISBN 5-7779-0605-2

Конспект содержит основные материалы, изучаемые по дисциплине «Инвестиции», вопросы для самопроверки, список литературы.

Составлен в соответствии с Государственным образовательным стандартом специальности 060400 «Финансы и кредит» и предназначен для самостоятельной работы студентов.

УДК 336  
ББК 65.9(2)-56я73

**В каталог НЕ учебников**

**Рейтинг дипломных и курсовых работ**

**Повышайте квалификацию,  
приобретайте новые компетенции:**

**Курсы по созданию сайтов**

**Курсы по оптимизации сайтов**

ISBN 5-7779-0605-2  
**Примеры сайтов**

© Омский госуниверситет, 2005

## Содержание

Введение.....	4
Тема 1. Экономическая сущность и виды инвестиций .....	5
Тема 2. Инвестиционные проекты: понятие, жизненный цикл проекта.....	15
Тема 3. Анализ эффективности капитальных вложений .....	21
Тема 4. Организация проектирования и подрядных отношений в строительстве.....	27
Тема 5. Источники финансирования капитальных вложений.....	35
Тема 6. Методы финансирования капитальных вложений.....	45
Тема 7. Новые методы финансирования капитальных вложений.....	55
Тема 8. оценка инвестиционных качеств и эффективности финансовых инвестиций.....	65
Тема 9. Формирование и управление портфелем ценных бумаг .....	72
Рекомендуемая литература.....	77

### Материалы по инновациям:

- для самообразования топ-менеджеров;
- для повышения квалификации преподавателей;
- для рефератов и контрольных.

## Введение

Термин «инвестиции» стал применяться в российской теории и практике с началом экономических реформ 90-х годов XX века, имеющих своей целью формирование рыночных условий хозяйствования. Однако за этот короткий период инвестиции заняли важное место как в теоретическом аспекте, так и в практической деятельности. Без осуществления инвестиционной деятельности невозможно развитие хозяйствующих субъектов, отрасли, региона, страны в целом. Включение данной дисциплины в государственный образовательный стандарт лишь подчеркивает значение инвестиционной деятельности предприятий.

Инвестиции рассматриваются в рамках нескольких экономических дисциплин: макроэкономика, микроэкономика, экономический анализ, финансы предприятий (организаций). Дисциплина «Инвестиции» позволяет обобщить теоретические и практические результаты в этой области.

Конспект лекций предоставляет в краткой форме наиболее существенную информацию о реальных и финансовых инвестициях, формах их осуществления и определения выгодности инвестиций.

В процессе изучения указанной дисциплины студенты должны понять сущность инвестиций как экономической категории, а также иных категорий инвестиционной деятельности, научиться определять эффективность инвестиций, работать с законодательными и иными нормативными правовыми документами, регулирующими инвестиционную деятельность, получить представление об основах финансирования капитальных вложений и осуществления финансовых инвестиций.

## Тема 1. Экономическая сущность и виды инвестиций

Термин «инвестиции» имеет латинское происхождение – *investire* (облачать), в экономическую теорию и практику указанное понятие пришло из английского языка – *to invest* (*вклады-вать*). В широкой трактовке понятие инвестиции применяют как вложение капитала с целью последующего возрастания.

В качестве экономической категории инвестиции определяют как экономические отношения, которые возникают в процессе расширенного воспроизводства по поводу использования накапливаемой части созданного продукта в целях увеличения количества и улучшения качества производственного и финансового капиталов.

В соответствии с Федеральным законом от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ (в ред. от 02.01.2000 г.) «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (статья 1) инвестиции определяются как «денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта».

Следует обратить внимание еще на ряд понятий, необходимых при изучении дисциплины.

Инвестиционная деятельность – деятельность по вложению средств в объекты инвестирования с целью получения дохода (эффекта). Инвестиционная деятельность является необходимым условием кругооборота средств хозяйствующего субъекта, поэтому любой вид предпринимательской деятельности включает в себя процессы основной хозяйственной и инвестиционной деятельности.

Инвестиционная сфера – это сфера, в которой осуществляется реализация инвестиций. Она включает в свой состав сферу капитального строительства (формирование основных фондов), инновационную сферу (производство научно-технической продукции, объектов интеллектуальной собственности), сферу обращения финансового капитала, сферу реализации имущественных прав субъектов инвестиционной деятельности.

Инвестиционный цикл – это кругооборот инвестиций, от момента мобилизации инвестиционных ресурсов до возмещения вложенных средств и получения дохода (эффекта).

Роль инвестиций на макроэкономическом и микроэкономическом уровнях несколько отличается.

На макроэкономическом уровне значение инвестиций проявляется в следующих направлениях:

- осуществление расширенного воспроизводства;
- ускорение научно-технического прогресса;
- повышение качества продукции;
- обеспечение отраслевой сбалансированности общественного производства;
- осуществление решения социальных проблем;
- обеспечение охраны природной среды;
- обеспечение национальной безопасности государства.

На микроэкономическом уровне значение инвестиций заключается в обеспечении решения таких задач:

- осуществление расширенного воспроизводства;
- повышение технического уровня производства;
- повышение качества продукции;
- обеспечение конкурентоспособности предприятия;
- получение дополнительной прибыли путем осуществления финансовых инвестиций;
- проведение природоохранных мероприятий.

При этом каждое из перечисленных направлений можно детализировать. Так, осуществление расширенного воспроизводства возможно за счет внедрения новой технологии, расширения сферы деятельности, повышения эффективности использования ресурсов предприятия и др.

В целях анализа инвестиционной деятельности на макроэкономическом и микроэкономическом уровнях необходимо классифицировать инвестиции по ряду признаков. В специальной литературе можно встретить несколько классификаций, которые различаются по признакам, элементам классификации.

Основными классификационными признаками, применяющимися на практике, являются следующие [11, с. 72]:

- по объектам вложений;

- по периоду инвестирования;
- по характеру участия в инвестициях;
- по формам собственности инвестируемого капитала;
- по уровню доходности;
- по уровню инвестиционного риска;
- по воспроизводственной направленности;
- по региональным источникам привлечения капитала.

По объектам вложения различают реальные и финансовые инвестиции.

**Реальные инвестиции** – вложение средств в материальные и нематериальные активы. Важнейшая их часть – вложения, осуществляемые в форме капитальных вложений, в основной капитал.

**Финансовые инвестиции** – вложение средств в различные финансовые активы (ценные бумаги, паи, доли участия, банковские депозиты).

По периоду инвестирования различают краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные инвестиции. Все вложения, сроком до 1 года относят к краткосрочным инвестициям, свыше года и до 3 лет – к среднесрочным, а инвестиции свыше 3 лет относят к долгосрочным инвестициям. При учете на предприятии применяют деление на краткосрочные и долгосрочные инвестиции.

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

**Прямые инвестиции** предполагают непосредственное участие инвестора во вложении средств.

**Непрямые (косвенные) инвестиции** предполагают наличие инвестиционного посредника.

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

- **частные инвестиции** – средства, вложение которых осуществляется гражданами и частными предприятиями;
- **государственные** – средства, вложение которых осуществляется государственными органами власти и управления, государственными унитарными предприятиями за счет средств бюд-

жета, внебюджетных фондов, иных источников инвестиционных средств;

➤ **муниципальные** – средства, вложение которых осуществляется муниципальными органами власти и управления, муниципальными унитарными предприятиями.

Если инвестируемый капитал состоит из частных и государственных (муниципальных) инвестиций, принято определять их как смешанные инвестиции.

По уровню доходности различают:

➤ **высокодоходные инвестиции** – предполагают вложение капитала в инвестиционные проекты (финансовые инвестиции), ожидаемый уровень доходности по которым превышает среднюю норму прибыли на инвестиционном рынке;

➤ **среднедоходные инвестиции** – предполагают вложение капитала в инвестиционные проекты (финансовые инвестиции), ожидаемый уровень доходности по которым соответствует средней норме прибыли на инвестиционном рынке;

➤ **низкодоходные инвестиции** – предполагают вложение капитала в инвестиционные проекты (финансовые инвестиции), ожидаемый уровень доходности по которым соответствует средней норме прибыли на инвестиционном рынке;

➤ **бездоходные инвестиции** – предполагают вложение капитала в инвестиционные проекты, по которым инвестор не ожидает получения дохода; это относится прежде всего к проектам социального, экологического назначения.

По уровню инвестиционного риска деление существенно, поскольку инвестиционная деятельность ведется в условиях неопределенности. По этому признаку можно выделить низкорисковые, среднерисковые и высокорисковые инвестиции. В качестве критерия отнесения инвестиций к той или иной группе применяется среднерыночный уровень риска.

С воспроизводственной точки зрения также важно выделение валовых инвестиций, реновационных инвестиций и чистых инвестиций.

**Валовые инвестиции** представляют собой всю совокупность инвестиций, направленных на воспроизводство основных средств и нематериальных активов за определенный период.

**Реновационные инвестиции** характеризуют объем инвестиций в простое воспроизводство основных средств и амортизируемых нематериальных активов за определенный период.

**Чистые инвестиции** характеризуют капитал, инвестируемый в расширенное воспроизводство основных средств и нематериальных активов. Чистые инвестиции образуются за счет уменьшения объема валовых инвестиций на величину реновационных инвестиций.

По **региональным источникам привлечения капитала** выделяют **внутренние (национальные) инвестиции** и **иностраннные инвестиции**. Внутренние инвестиции осуществляются резидентами (юридическими и физическими лицами), иностранные инвестиции – за счет нерезидентов (юридических и физических лиц), а также иностранными государствами, международными организациями).

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

По данному признаку различают инвестиционный проект и инвестиционный портфель.

**Инвестиционный проект** – это план вложения инвестиций, обоснование их целесообразности, объема, сроков, предполагает получение законченного объекта инвестиционной деятельности.

**Инвестиционный портфель** – целенаправленно сформированная совокупность объектов реального (финансового) инвестирования, предназначенная для осуществления вложения средств в соответствии со стратегией предприятия.

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

Определяющее значение для экономического роста и повышения эффективности производства имеют реальные инвестиции, в основном представленные капитальными вложениями.

Капитальные вложения – это инвестиции в основной капитал, в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательских работ и ряд других затрат.

Различают воспроизводственную, технологическую, отраслевую структуру капитальных вложений.

**Воспроизводственная структура** – по этому признаку различают капитальные вложения на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующего производства.

**Новое строительство** – это комплекс объектов основного, вспомогательного назначения вновь создаваемых предприятий и организаций либо новых производств на новых площадках действующих предприятий, которые после ввода в эксплуатацию будут иметь самостоятельный баланс.

К новому строительству относится также строительство предприятия взамен ликвидируемого предприятия, эксплуатация которого в дальнейшем признана нецелесообразной в силу технических, экономических или экологических условий.

**Расширение действующих предприятий** – это строительство дополнительных цехов, производств на действующем предприятии, а также строительство новых филиалов, производств, которые после ввода в эксплуатацию не будут находиться на самостоятельном балансе.

**Реконструкция действующих предприятий** включает полное или частичное переустройство существующих цехов и объектов основного, подсобного и обслуживающего назначения (как правило, без расширения имеющихся зданий и сооружений), связанное с совершенствованием производства, повышением его технического уровня для увеличения производственных мощностей, улучшения качества продукции, изменения ее номенклатуры, а также улучшения условий труда и условий окружающей среды.

**Техническое перевооружение** – комплекс мероприятий для повышения технического уровня отдельных производств, цехов на основе внедрения более совершенной техники и технологий, механизации и автоматизации производства, замены устаревшего оборудования, а также по совершенствованию общезаводского хозяйства и вспомогательных служб.

**Технологическая структура капитальных вложений** означает выделение затрат на строительные-монтажные работы, машины и оборудование, прочие затраты (изыскательские работы,

проектные работы, содержание дирекции строительного объекта, подготовка кадров). Чем большую долю занимают затраты на активную часть основных фондов, тем эффективнее технологическая структура.

**Отраслевая структура капитальных вложений** предполагает их разделение по назначению сооружаемых объектов, например:

- строительство объектов промышленного назначения;
- строительство объектов сельскохозяйственного назначения;
- строительство объектов транспорта и связи;
- жилищное строительство;
- строительство объектов социальной сферы;
- геолого-разведочные работы.

Следует выделить объекты капитальных вложений и субъекты инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений.

Объектами капитальных вложений являются различные виды реальных активов, за исключением изъятий, установленных законодательно.

Применение воспроизводственного подхода для определения инвестиций [12, с. 25–26] позволяет говорить об их двойственном характере:

- выступают как инвестиционные ресурсы, которые отражают величину неиспользованного для потребления дохода;
- инвестиции представляют собой вложения (затраты) в объекты предпринимательской деятельности в целях прироста стоимости капитала.

Рассматриваемые в ресурсном аспекте инвестиции существуют в материальной, денежной форме, а также в форме имущественных прав и прочих ценностей. По сути, все они представляют аккумулированный с целью накопления доход.

С точки зрения затрат инвестиции характеризуют направления вложений и выступают как объекты инвестиционной деятельности. Они включают:

- основной капитал;
- оборотный капитал;

- ценные бумаги и целевые денежные вклады;
- нематериальные активы.

В процессе реализации инвестиций происходит трансформация объекта инвестиций из ресурсной формы во вложения. В результате использования вложений формируется доход, являющийся источником инвестиционных ресурсов для следующего цикла.

Определение субъектов инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, дается в Федеральном законе от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ (в ред. от 02.01.2000 г.) «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (статья 4): «Субъектами инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капитальных вложений и другие лица».

**Инвесторы** – юридические и физические лица, объединения юридических лиц, создаваемые на основе договора и не имеющие юридического лица, государственные органы, органы местного самоуправления, осуществляющие капитальные вложения с использованием собственных и (или) привлеченных средств.

**Заказчики** – уполномоченные инвесторами юридические или физические лица, которые осуществляют реализацию инвестиционных проектов. Законодательство особо оговаривает, что заказчики не могут вмешиваться в предпринимательскую или иную деятельность иных субъектов инвестиционной деятельности, если иное не предусмотрено договором.

Инвестор наделяет заказчика на период реализации инвестиционного проекта правами владения, пользования, распоряжения капитальными вложениями.

**Подрядчики** – физические и юридические лица, которые выполняют работы по договору подряда, государственному контракту. Договор заключается с заказчиком в соответствии с Гражданским кодексом РФ.

**Пользователи** объектов капитальных вложений – это те физические и юридические лица, а также государственные органы, органы местного самоуправления, для которых создаются такие объекты.

К категории «другие лица» относятся поставщики необходимого оборудования и материалов, кредитные организации, финансирующие инвестиционную деятельность, страховые организации.

Действующее законодательство позволяет субъектам инвестиционной деятельности совмещать функции двух и более субъектов. Все такие совмещения регулируются договорами.

Все инвесторы в соответствии с законодательством имеют равные права на осуществление инвестиционной деятельности, на определение объемов и направлений капитальных вложений, на владение, пользование и распоряжение объектами капитальных вложений и результатами осуществленных капитальных вложений.

Также равны инвесторы и в своих обязанностях. В частности, субъекты инвестиционной деятельности обязаны осуществлять инвестиционную деятельность в соответствии с международными договорами Российской Федерации, федеральными законами, иными нормативными правовыми актами федерации, а также законами субъектов федерации, иными нормативными правовыми актами субъектов федерации и установленными стандартами (нормами и правилами). Кроме того, инвесторы обязываются использовать средства, направляемые на капитальные вложения, по целевому назначению, исполнять требования, предъявляемые государственными органами.

Инвестиционная деятельность находится в сфере государственного регулирования. Вышеназванный закон определяет, что такое регулирование осуществляется двумя путями:

1) прямое участие государства в инвестиционной деятельности;

2) косвенное участие государства в инвестиционной деятельности, через проведение соответствующей макроэкономической политики.

Государство выступает своеобразным системообразующим фактором, формируя нормативную правовую базу для всех участников инвестиционного процесса. В то же время государство само является субъектом инвестиционной деятельности, вкладывая бюджетные средства в приоритетные проекты, либо выделяя их на

конкурсной основе инвесторам, либо предоставляя им разные формы поддержки.

Выбор форм и методов регулирования инвестиционной деятельности во многом зависит от состояния экономики, характеризующегося уровнем инфляции, доходами бюджета, объемами сбережений, структурой производства, платежеспособным спросом населения и др.

В соответствии с государственным устройством РФ государственное регулирование инвестиционной деятельности осуществляется на уровне федерации и на уровне субъектов федерации. При этом приоритетное значение имеет федеральный уровень, поскольку законодательные и нормативные правовые документы регионов базируются на федеральном законодательстве.

Выполняя свои особые функции, государство гарантирует субъектам инвестиционной деятельности определенные права и защиту осуществляемых капитальных вложений.

#### ***Вопросы для самопроверки***

1. В чем сущность инвестиций как экономической категории?
2. Определите значение инвестиций на микроэкономическом уровне.
3. Какие признаки лежат в основе классификации инвестиций?
4. Дайте характеристику воспроизводственной и технологической структур капитальных вложений. Каково их значение?
5. Как можно определить тип воспроизводства на предприятии, если валовые инвестиции равны реновационным инвестициям?
6. Дайте определение субъектам инвестиционной деятельности.
7. Назовите известные вам формы государственного регулирования инвестиционной деятельности.

## Тема 2. Инвестиционный проект: понятие, жизненный цикл проекта

Капитальные вложения обычно реализуются путем осуществления инвестиционного проекта. В контексте дисциплины «Инвестиции» инвестиционный проект можно определить как план вложения капитала в целях получения прибыли или иного положительного эффекта.

В экономической литературе понятие «инвестиционный проект» применяется в двух значениях [см. 12, с. 328; 5, с. 81]:

1) как деятельность, мероприятия, которые предполагают осуществление комплекса действий, обеспечивающих достижение определенных целей (получение определенных результатов);

2) как комплекс, набор организационно-правовых, расчетно-финансовых, конструкторско-технологических документов, необходимых для осуществления определенных действий и описывающих такие действия.

В Федеральном законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (статья 1) инвестиционный проект определяется как «обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в т. ч. необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством РФ и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план)».

Инвестиционные проекты различаются по многим параметрам. Эти параметры определяют специфику последовательности действий инвесторов и иных участников проекта, источников финансирования, участие государства, масштабность действий.

Основные признаки, по которым обычно осуществляют классификацию инвестиционных проектов:

- 1) масштабы проекта;
- 2) тип отношений между проектами;
- 3) тип денежного потока в процессе реализации проекта;
- 4) уровень инвестиционного риска.

**По масштабам проекта** принято выделять малые, средние, крупные проекты, мегапроекты и глобальные проекты. Различие между такими проектами заключается не только в требуемом объеме инвестиций, но также в последствиях их реализации.

**В зависимости от типа отношений между проектами** выделяют:

➤ **независимые проекты** – решение о принятии одного проекта не влияет на решение о принятии другого проекта;

➤ **альтернативные проекты** – проекты не могут быть реализованы одновременно, или принятие одного проекта означает, что другой проект должен быть отклонен;

➤ **комплементарные проекты** – принятие нового проекта способствует росту доходов по другим проектам;

➤ **замещаемые проекты** – принятие нового проекта приводит к снижению доходов по действующим проектам.

**По типу денежного потока** различают:

➤ **инвестиционные проекты с ординарным денежным потоком**, т. е. проект состоит из единовременных вложений (или инвестиций за определенный период, оттоков денежных средств) и последующих денежных поступлений (притоков денежных средств);

➤ **инвестиционные проекты с неординарным денежным потоком**, т. е. оттоки и притоки денежных средств чередуются в какой-либо последовательности.

По уровню риска инвестиционные проекты принято делить на низкорисковые, среднерисковые и высокорисковые. В качестве среднего уровня принимают уровень риска, присущий инвестиционному рынку в целом.

Также имеет значение классификация инвестиционных проектов с точки зрения **предназначения инвестиций**. Здесь можно выделить:

➤ инвестиции в повышение эффективности производства;

➤ инвестиции в расширение действующего производства;

➤ инвестиции в создание производственных мощностей при освоении новых сфер бизнеса;

➤ инвестиции, связанные с выходом на новые рынки сбыта;

➤ инвестиции в исследование и разработку новых технологий (инновации);

➤ инвестиции социального назначения;



➤ инвестиции, осуществляемые в соответствии с требованиями закона (или инвестиции вынужденного характера) [13, с. 188].

Для принятия любого решения о реальных инвестициях необходимо располагать определенной информацией. Так, важно сформулировать цель проекта, знать экономическое окружение проекта. В качестве «внутренней информации» инвестор должен сформировать такие информационные блоки: маркетинговая информация, материальные затраты, проектно-строительная информация, проектно-конструкторская информация, организация и управление производством, кадровое обеспечение проекта, объемы финансирования, необходимые для осуществления проекта.

Завершающим блоком должна быть оценка эффективности проекта, определяющая в конечном итоге интерес проекта для инвестора. Важным фактором, влияющим на эффективность реализации проекта, является разработка графика реализации каждого из этапов проекта.

Инвестиционный проект может охватывать как полный научно-технический и производственный цикл, так и отдельные элементы (стадии): научные исследования, проектно-конструкторские работы, расширение, реконструкцию или техническое перевооружение действующего производства, организацию нового производства или выпуск новой продукции и т. п.

Период времени, за который реализуются цели проекта, называется жизненным циклом инвестиционного проекта. Зачастую жизненный цикл определяют по денежному потоку – от первых инвестиций до последних поступлений денежных средств. Понятно, что начальный этап характеризуется отрицательной величиной денежного потока, в последующем, с появлением доходов по проекту, величина денежного потока становится положительной.

Любой инвестиционный проект проходит несколько стадий жизненного цикла. Достаточно распространено деление на стадии, которое определяют как функциональное. Его можно представить следующим образом:

- 1) прединвестиционная фаза;
- 2) инвестиционная фаза;
- 3) эксплуатационная фаза.

Преинвестиционная фаза включает в себя ряд стадий проекта, основными из которых являются:

- формирование цели проекта и определение его обоснованности;
- разработка технико-экономического обоснования (ТЭО) проекта;
- составление бизнес-плана проекта;
- проведение тендера на проектировочные работы, выбор проектной организации и заключение договора с ней;
- разработка проектно-сметной документации (ПСД) и ее утверждение;
- отвод земельного участка под строительство;
- получение разрешения на строительство;
- проведение тендера на строительные работы и заключение договора подряда.

Особо важными документами на этой стадии являются ТЭО проекта и ПСД. На основании утвержденного в установленном порядке ТЭО подготавливается остальная документация, в том числе для проведения тендера по проектным и строительным работам, заключение соответствующих договоров, для начала финансирования. Основные разделы ТЭО инвестиционного проекта определяются инвестором. В случае участия государственных органов в осуществлении проекта структура ТЭО определяется уполномоченными государственными органами на основе документов, разработанных уполномоченным органом.

В последнее время стала распространенной практика составления бизнес-плана проекта. Это стандартный документ, в котором содержится концепция реального проекта и приводятся его основные параметры. Бизнес-план предназначен прежде всего для доведения деловой информации до всех заинтересованных сторон: инвесторов, кредиторов, экспертов, местных администраций, других заинтересованных сторон.

Одним из ключевых разделов двух названных документов является финансовая часть реализации инвестиционного проекта.

Инвестиционная фаза жизненного цикла инвестиционного проекта включает в свой состав:

- планирование строительных работ, строительство объектов и сдачу объекта заказчику;

- производство монтажа оборудования;
- заключение договоров с поставщиками;
- подбор персонала, его обучение;
- пусконаладочные работы;
- производство опытных образцов;
- определение способов текущего финансирования;
- выход на проектную мощность;
- заключение договоров о поставке продукции.

Завершающая стадия жизненного цикла инвестиционного проекта – эксплуатационная, означает время собственно производственной деятельности. Эта фаза в значительной степени влияет на эффективность вложенных средств:

- формирование планировавшихся результатов;
- оценка полученных результатов;
- обеспечение ритмичности производства;
- обеспечение сбыта продукции;
- при необходимости осуществление изменений в технологическом процессе, вложение дополнительных инвестиций.

Заканчивается эксплуатационная фаза ликвидацией проекта, которая предполагает, например, ликвидацию возможных негативных последствий проекта (закончившегося или прекращаемого).

В зависимости от особенностей хозяйствующих субъектов различается и их инвестиционная деятельность:

- по масштабам реализуемых инвестиций – полный цикл, от научных исследований и проектно-конструкторских разработок до выпуска новой продукции или организации нового производства, либо реализуется только часть цикла;
- по направленности инвестиций – коммерческая направленность, соблюдение государственных интересов, социальная или экологическая направленность;
- по срокам;
- по эффективности использования вложенных средств и другим параметрам.

На принятие инвестиционных решений влияют внешние и внутренние факторы. В качестве внешних факторов можно назвать социально-политическую стабильность в стране, где намечается вложение инвестиций, состояние правовой базы, регулирую-

щей инвестиционную деятельность, величину банковского процента, уровень инфляции и др.

В качестве внутренних факторов – величина требуемых инвестиционных ресурсов, уровень доходности по проекту, наличие и уровень инвестиционных рисков, уровень ликвидности проекта и др.

При принятии инвестиционного решения необходимо понимать, что у участников инвестиционной деятельности, как любой социально-экономической деятельности, есть разные интересы, поэтому представляется важным согласование этих интересов. Кроме согласования разных интересов наиболее общими условиями успешного инвестирования являются:

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

Важным фактором являются правильные расчеты по определению эффективности реализуемого инвестиционного проекта.

### ***Вопросы для самопроверки***

1. Дайте определение инвестиционного проекта.
2. Какие классификационные признаки применяют для инвестиционных проектов?
3. Как определяется жизненный цикл инвестиционного проекта?
4. Охарактеризуйте содержание каждой фазы жизненного цикла инвестиционного проекта.
5. Что понимается под экономическим обоснованием инвестиционного проекта?
6. Для чего составляется технико-экономическое обоснование проекта?
7. Каково назначение бизнес-плана инвестиционного проекта?

### Тема 3. Анализ эффективности капитальных вложений

Правильная оценка инвестиционного проекта имеет большое значение. В конечном итоге от этого зависят результаты деятельности отдельного предприятия, а также решение проблем общественного воспроизводства. В качестве основных критериев оценки инвестиционных проектов определяют следующие [14, с. 33]:

1) финансовая состоятельность проектов – используется для анализа платежеспособности проекта в ходе реализации проекта;

2) эффективность инвестиций – показывает потенциальную способность проекта сохранить покупательную ценность вложенных средств и обеспечить достаточный темп их прироста.

В ходе финансовой оценки инвестиционных проектов рассчитываются несколько групп показателей.

Принято выделять следующие группы показателей:

1) коэффициенты рентабельности – характеризуют прибыльность проекта за определенный период времени; рассчитывают рентабельность активов, инвестиционного капитала, собственного капитала (в случае привлечения внешних источников финансирования);

2) коэффициенты оборачиваемости – характеризуют скорость превращения средств в денежную форму; рассчитывают оборачиваемость активов, инвестиционного капитала, собственного капитала, оборачиваемость оборотных средств, а также длительность оборота средств, направленных на реализацию проекта;

3) коэффициенты финансовой устойчивости – характеризуют степень защищенности интересов инвесторов и кредиторов, участвующих в проекте, и показывают способность предприятия погашать долгосрочную задолженность; рассчитывают коэффициент концентрации собственного капитала, коэффициент концентрации заемного капитала, коэффициент финансовой зависимости;

4) коэффициенты ликвидности – характеризуют способность проекта (предприятия, дирекции строящегося предприятия) покрывать текущие обязательства.

Подробно расчет указанных коэффициентов изучается в дисциплине «Финансы организаций».

Одно из основных направлений использования указанных коэффициентов финансовой оценки проектов – анализ рентабельности активов и определение мероприятий по ее повышению.

Другим направлением использования финансовых коэффициентов является выбор источников финансирования проекта, которые обеспечивают превышение рентабельности собственного капитала над рентабельностью всех активов.

Оценка эффективности инвестиционных проектов позволяет принять обоснованное инвестиционное решение. Существующие методы по оценке эффективности принято делить на две группы – простые и сложные методы оценки инвестиционных проектов.

Простые методы не учитывают разную стоимость денег во времени, в то время как сложные методы оценки основываются на учете этой разности стоимости. Разная стоимость денег определяется инфляцией, риском вложений, а также временем, в течение которого деньги могут принести инвестору наибольший доход.

К простым методам оценки эффективности инвестиционных проектов относятся:

- метод расчета коэффициента эффективности инвестиций;
- метод расчета срока окупаемости инвестиций.

Для расчета коэффициента эффективности инвестиций соотносятся два показателя: чистая прибыль за период (как правило, за год) и средняя величина инвестиций.

Средняя величина инвестиций определяется путем деления исходной величины инвестиций на 2, если предполагается, что по истечении периода реализации проекта все капитальные затраты будут списаны.

Поскольку зачастую в литературе используются обозначения показателей, заимствованные из иностранных источников, следует знать, что иное наименование (обозначение) указанного показателя – Accounting Rate of Return (ARR), или учетная норма прибыли. В соответствующих символах:

$$ARR = \frac{PN}{IC/2}, \quad (1)$$

где PN – чистая прибыль; IC – инвестиции.

Этот показатель прост при расчетах, очевиден в применении. Его используют преимущественно на первых этапах, когда возможна приблизительная оценка.

Срок окупаемости – это период времени, за который происходит возмещение инвестиций. В зависимости от равномерности распределения прогнозируемых доходов от инвестиций применяются разные подходы к расчету срока окупаемости:

1) если поступления денежных средств от проекта равны по годам, то срок окупаемости определяется путем деления вложений по проекту к годовым поступлениям, обусловленным сделанными вложениями;

2) если прибыль распределена неравномерно, то срок окупаемости рассчитывается прямым подсчетом числа лет, в течение которых инвестиция будет погашена накопленным (кумулятивным) доходом.

В англоязычных терминах срок окупаемости называется Payback Period (PP), а общую формулу расчета можно записать так:

$$PP = \min N, \text{ при котором } \sum_{k=1}^N P_k \geq IC, \quad (2)$$

где  $N$  – период времени;  $\sum_{k=1}^N P_k$  – накопленный доход за период.

Применение данного метода позволяет ранжировать альтернативные проекты по срокам окупаемости, а значит – в определенной мере – и степени риска.

Сложные (динамические) методы оценки эффективности инвестиций – при их применении для оценки выгодности вложений во времени используют дисконтирование – процесс приведения разновременных денежных потоков (выплат или поступлений) к единому моменту времени.

Денежный поток распределен во времени, поэтому он должен быть продисконтирован. В качестве коэффициента дисконтирования используется показатель, который устанавливается участниками проекта, отражающий требование инвесторов к норме прибыли по проекту.

Для оценки эффективности приведенных инвестиций используют ряд показателей:

➤ чистый дисконтированный доход (интегральный эффект) – сумма текущих эффектов за весь расчетный период, приведенная к начальному шагу (базисному году);

➤ индекс доходности, который является следствием расчета чистого дисконтированного дохода и представляет собой отношение суммарных приведенных доходов (эффектов) к величине инвестиций;

➤ внутренняя норма доходности – это такое значение нормы доходности (нормы дисконта), при котором приведенные эффекты равны приведенным инвестициям; иначе говоря, интегральный эффект проекта становится равен нулю;

➤ определение срока окупаемости с учетом дисконтирования – позволяет более точно определить срок окупаемости; его величина больше, чем обычный срок окупаемости.

Расчетные формулы приведем в англоязычных терминах:

$$NPV = \sum_{k=1}^K \frac{P_k}{(1+r)^k}, \quad (3)$$

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

Если инвестиции совершаются не одновременно:

$$NPV = \sum_{k=1}^K \frac{P_k}{(1+r)^k} - \sum_{k=1}^K \frac{IC}{(1+r)^k}. \quad (4)$$

Расчет индекса доходности:

$$PI = \sum_{k=1}^K \frac{P_k}{(1+r)^k} : IC, \quad (5)$$

где PI (Profitability Index) – индекс доходности инвестиций.

Расчет внутренней нормы доходности:

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

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

Как отмечалось выше, государство участвует в инвестиционной деятельности в разных формах. Это определяет особый со-

став доходов и расходов бюджета соответствующего уровня при осуществлении инвестиций.

Показатели эффективности государственного (местного) бюджета отражают влияние реализации проекта на доходы и расходы соответствующего бюджета. В целях более точных расчетов доходы и расходы бюджета также подлежат дисконтированию. На основе этих значений определяется срок окупаемости, рентабельность бюджетных инвестиционных средств, степень финансового участия государства (субъекта федерации, местного самоуправления) в реализации проекта (определяется как отношение бюджетных расходов по проекту к общим затратам по проекту).

В состав доходов бюджета от осуществления проекта включаются:

- 1) налоговые поступления в бюджет в соответствии с действующим законодательством;
- 2) страховые взносы во внебюджетные фонды;
- 3) плата за природные ресурсы при реализации проекта по разработке и эксплуатации земельных недр;
- 4) доходы от лицензирования, проведения тендеров на разведку, проектирование, строительство, эксплуатацию объектов, предусмотренных проектом;
- 5) дивиденды по ценным бумагам, принадлежащим государству и эмитированным для финансирования проекта;
- 6) выплата процентов и возврат основного долга по кредитам, выданным из бюджета участникам проекта;
- 7) платежи по налоговому кредиту;
- 8) плата за предоставленные государственные гарантии займов.

В расходы бюджета при осуществлении инвестиционного проекта включают:

- 1) средства, выделяемые на прямое финансирование на безвозмездной основе (на условиях субсидирования), возмездной основе (инвестиционное кредитование, закрепление в государственной собственности части акций, выпускаемых для осуществления проекта);
- 2) бюджетные дотации, связанные с проведением ценовой политики, соблюдением некоторых социальных приоритетов;

3) выплаты пособий, например, работникам, оставшимся без работы в связи с закрытием старого производства;

4) выплаты за заемщика при предоставлении государственных гарантий по займам при наступлении гарантийного случая.

Основным официальным документом, регламентирующим определение эффективности инвестиционных проектов, являются Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и отбору их для финансирования (вторая редакция), разработанные Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ и Государственным комитетом РФ по строительству, архитектуре и жилищной политике. В 2000 г. документ был переиздан. В нем определяется понятие эффективности инвестиционных проектов, формулируются основные принципы и методы оценки эффективности и финансовой реализуемости проектов.

В методических рекомендациях отмечается необходимость оценивать эффективность проектов с двух позиций:

- 1) эффективность проекта в целом;
- 2) эффективность участия в проекте.

Под эффективностью проекта понимают соответствие проекта целям и задачам участников проекта.

Эффективность проекта в целом включает в себя:

- 1) общественную (социально-экономическую) эффективность проекта;
- 2) коммерческую эффективность проекта.

Общественная (социально-экономическая) эффективность проекта понимается как эффективность для общества в целом, с учетом затрат и результатов, внешних по отношению к проекту, формирующихся в смежных секторах экономики.

Не всегда этот вид эффективности можно оценить количественно (например, нет соответствующих нормативных и методических материалов), в этих случаях рекомендуется применять экспертные оценки. Если нет возможности сделать количественную оценку, следует провести качественную оценку влияния проекта.

Коммерческая эффективность проекта учитывает финансовые последствия осуществления инвестиционного проекта для участника проекта, при этом предполагается, что этот участник

производит все необходимые затраты и пользуется всеми результатами проекта.

Эффективность участия в проекте определяется для проверки реализуемости проекта и заинтересованности в проекте всех участников. Она включает в себя:

- эффективность участия предприятий в проекте (эффективность инвестиционных проектов для предприятий-участников;
- эффективность инвестирования в акции предприятия (эффективность для акционерных предприятий-участников инвестиционного проекта);
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня по отношению к предприятиям-участникам инвестиционных проектов, в том числе региональная, народнохозяйственная, отраслевая (включая эффективность для холдингов, ФПГ), бюджетная эффективность (участие государства с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней).

#### ***Вопросы для самопроверки***

1. Каково значение расчета показателей финансовой состоятельности проекта? Назовите известные вам показатели.
2. Какие существуют методы оценки эффективности капитальных вложений?
3. Расчет каких показателей предполагает применение простых методов оценки эффективности капитальных вложений?
4. Перечислите показатели эффективности капитальных вложений, основанные на дисконтировании денежных потоков по проекту.
5. Назовите факторы, влияющие на эффективность капитальных вложений.
6. Что включает в себя понятие «бюджетная эффективность»?

#### **Тема 4. Организация проектирования и подрядных отношений в строительстве**

Назначение капитального строительства – создание материальной базы для расширенного воспроизводства. В этой отрасли реализуются капитальные вложения. Термин «капитальное строи-

тельство» используется в экономической литературе и практике в двух значениях:

- как отрасль материального производства;
- как вид производственной деятельности.

Как отрасль материального производства, капитальное строительство – это обособившаяся на основе общественного разделения труда отрасль, характеризующаяся выпуском продукции определенного (особенного) назначения, общностью технологических процессов, наличием однородных предприятий и определенного профессионального состава кадров.

Продукцией отрасли являются законченные строительством и сданные в эксплуатацию объекты производственного и жилищно-гражданского назначения. Кроме создания основных фондов функцией капитального строительства является реконструкция и техническое перевооружение действующих фондов. Капитальное строительство включает в себя широкий спектр работ: проектно-изыскательские работы, научно-исследовательские работы, строительномонтажные работы, производство строительных материалов и конструкций.

Особенностью отрасли является широкая кооперация с другими отраслями, предприятия которых поставляют металл и металлоконструкции, цемент, лесоматериалы, топливо, осуществляют перевозки строительных материалов и конструкций и пр.

Назначение капитального строительства как вида производственной деятельности – создание конечной строительной продукции путем выполнения комплекса работ по сборке и монтажу строительных конструкций, укладке строительных материалов и полуфабрикатов, монтажу оборудования, планировке и подготовке территории застройки и др.

Экономическая сущность строительного процесса выражается затратами на его осуществление. Затраты строительных организаций подразделяются на единовременные и текущие. К единовременным затратам относятся затраты на основные фонды строительных организаций, материальные запасы в оборотных средствах, незавершенное строительство. К текущим затратам – издержки, прямо и косвенно связанные со строительным объектом (заработная плата, строительные материалы, амортизационные отчис-

ления). Сумма текущих затрат составляет себестоимость строительного-монтажных работ.

Для осуществления строительных работ необходимо наличие соответствующего проекта. Разработка проектной документации является составной частью прединвестиционной фазы жизненного цикла инвестиционного проекта.

Для разработки проекта, как правило, привлекается специализированная организация-проектировщик. Между заказчиком и проектировщиком заключается договор, в котором присутствует задание на проектирование, содержатся общие и специфические требования к проекту. Проектные решения должны соответствовать государственным нормам, правилам и стандартам. Существует «Система строительных норм и правил» (СНиП), которая определяет стандарты проектирования и строительства.

Если объекты инвестирования сложные в техническом, технологическом плане, то проектирование осуществляется в две стадии: разработка проекта и разработка рабочей документации.

Если объекты несложные, то разработка проектно-сметной документации осуществляется в одну стадию, составляется рабочий проект.

Согласно действующим инструкциям о порядке разработки, согласования, утверждения и составе проектной документации, проект включает следующие основные разделы:

- 1) общая пояснительная записка;
- 2) генеральный план и транспорт;
- 3) технологические решения;
- 4) управление производством и предприятием и организация условий и охраны труда рабочих и служащих;
- 5) архитектурно-строительные решения;
- 6) инженерное оборудование, сети и системы;
- 7) организация строительства;
- 8) охрана окружающей среды;
- 9) инженерно-технические мероприятия гражданской обороны;
- 10) сметная документация;
- 11) эффективность инвестиций (уточняются расчеты, сделанные на первом этапе).

На основании утвержденного проекта разрабатывается рабочая документация, которая включает локальные сметы, ведомости объемов и потребности в строительных материалах и монтажных работах, сборники спецификаций оборудования.

Существует порядок, по которому строительные проекты независимо от источников финансирования, форм собственности до их утверждения подлежат государственной экспертизе в соответствующих организациях. Документация и проекты утверждаются только при наличии положительного заключения государственной экспертизы.

В систему организаций, осуществляющих экспертизу, входят:

1. Государственная экспертная комиссия Министерства экономического развития и торговли РФ, осуществляющая экспертизу ТЭО проектов по объектам, имеющим народнохозяйственное значение;

2. Главное управление государственной вневедомственной экспертизы РФ, осуществляющее экспертизу документов и проектов по установленному перечню объектов, подготовку сводного экспертного заключения, а также выборочный контроль качества документации и проектов;

3. Организации государственной вневедомственной экспертизы в субъектах федерации, осуществляющие экспертизу проектов по объектам, не входящим в сферу деятельности Главного управления государственной вневедомственной экспертизы;

4. Государственные органы, осуществляющие экологическую экспертизу;

5. Экспертные подразделения министерств и ведомств, осуществляющие экспертизу проектов по вопросам, отнесенным к их компетенции, а также подготовку сводных отраслевых заключений.

Задача экспертизы состоит в определении ценности инвестиционного проекта не только с технической стороны, но также со стороны воздействия на окружающую среду, коммерческой перспективы, точности расчета эффективности проекта, социальных и экономических последствий проекта.

По результатам экспертизы составляется сводное заключение. При выявлении серьезных нарушений нормативных требований эксперты могут внести предложение о применении санкций или приостановлении (аннулировании) лицензий.

Проекты строительства утверждаются в зависимости от источников финансирования либо уполномоченными государственными органами, заинтересованными министерствами и ведомствами, либо соответствующими комитетами субъектов федерации, муниципальных образований, либо негосударственными заказчиками.

Ценообразование в строительстве является составной частью общей ценовой политики, основывается на общих принципах ценообразования. Однако специфика отрасли капитальное строительство предопределяет специфику и ценообразования в строительстве, проявляющуюся в следующем:

- индивидуальный характер применяемых цен;
- влияние природных факторов на особенности собственно строительства и оплаты труда приводит к осуществлению разных затрат на одинаковые работы, материалы и конструкции, что сказывается на величине цены;
- многообразии строительной продукции предопределяет множественность смет, определяющих локальные затраты на работы и материалы;
- высокие материальные и транспортные затраты в составе цены на строительную продукцию;
- длительный производственный цикл определяет особый порядок расчетов и разные виды цен;
- одновременное участие в процессе ценообразования инвестора, заказчика, проектировщика, подрядчика приводит к возрастанию требования согласования цен, формирования договорной цены [19, с. 51].

Расчет стоимости строительства осуществляется на разных этапах инвестиционного цикла. На предпроектной стадии в составе ТЭО определяется расчетная стоимость строительства на основе укрупненных показателей базовой стоимости объектов (отдельных видов работ). В составе проектно-сметной документации определяется сметная стоимость строительства объектов – это сумма

денежных средств, необходимых для осуществления строительства в соответствии с проектными материалами.

Для определения сметной стоимости строительства составляется ряд документов:

1. В составе проекта разрабатываются:
  - сводный сметный расчет стоимости строительства – лимит средств, необходимых для полного завершения строительства;
  - сводка затрат – лимит средств, требующихся для завершения строительства объектов жилищно-гражданского или общественного назначения;
  - объектные сметные расчеты – затраты на отдельные здания, сооружения со всем их внутренним обустройством, сетями;
  - локальные сметные расчеты – средства, необходимые на отдельные работы и затраты по зданиям и сооружениям и общеплощадочным работам.
2. В составе рабочей документации разрабатываются объектные (аналогично объектным сметным расчетам) и локальные сметы (аналогично локальным сметным расчетам).

Сводный сметный расчет служит основанием для определения лимита капитальных вложений и открытия финансирования.

Основанием для определения сметной стоимости строительства являются проект и рабочая документация, сметно-нормативная база. Нормы и стандарты обязательны для всех проектировочных и строительных организаций. Если базовые нормативы отсутствуют, то возможно применение индивидуальных сметных норм.

Сметная стоимость применяется также для формирования свободных (договорных) цен на строительную продукцию, расчета за подрядные работы. На ее основе определяется балансовая стоимость вводимых основных фондов.

Структура сметной стоимости строительства базируется на технологической структуре капитальных вложений и включает:

- стоимость строительных работ;
- стоимость монтажных работ;
- затраты на приобретение (изготовление) основного и вспомогательного технологического оборудования, мебели, инвентаря;
- прочие затраты (проектно-изыскательские, научно-исследовательские работы, содержание службы заказчика, подготовка кадров).



В учете строительные и монтажные работы объединены в одну статью – строительно-монтажные работы.

Сметная стоимость строительно-монтажных работ включает:

- прямые затраты;
- накладные расходы;
- сметную прибыль.

В состав прямых затрат включается стоимость материалов, деталей, конструкций, затраты на оплату труда, расходы по эксплуатации строительных машин и механизмов.

Накладные расходы представляют собой затраты, связанные с созданием общих условий строительного производства, его организацией, управлением, обслуживанием. Различают четыре группы накладных расходов:

- административно-хозяйственные расходы;
- расходы на обслуживание работников строительства;
- расходы на организацию работ на строительной площадке;
- прочие накладные расходы, куда включаются расходы,

направленные на страхование имущества организации, платежи по кредитам банков, рекламные расходы, представительские расходы.

Накладные расходы могут определяться на основе общепромышленных укрупненных нормативов по видам строительства, нормативов накладных расходов по видам строительно-монтажных работ, а могут быть индивидуальными для конкретного проекта.

Сметная прибыль – средства, необходимые для покрытия общих расходов строительно-монтажных организаций на развитие производства, социальной сферы, в целях материального стимулирования. Сметная прибыль не относится на себестоимость работ, но является гарантированной частью цены строительной продукции. Эта сумма средств определяется на основе рекомендуемого общепромышленного (регионального) или индивидуального норматива. В качестве базы расчетов может применяться фактическая величина средств на оплату труда рабочих или сметная себестоимость строительства.

Наличие многих участников строительного процесса предопределяет сложность организационных форм капитального строительства и организационных отношений между участниками ин-

вестиционного процесса. В настоящее время в капитальном строительстве получили распространение хозяйственный и подрядный способы осуществления строительства.

При хозяйственном способе строительство осуществляется собственными силами заказчика (инвестора). Обычно такой способ применяют при строительстве небольших объектов на территории действующих предприятий, при реконструкции (расширении) действующих предприятий.

Основной формой организации строительства является подрядный способ, в данном случае происходит разделение функций заказчика (инвестора) и осуществления строительных работ. При подрядном способе строительство осуществляют постоянно действующие специальные строительно-монтажные организации. В основе этой формы строительства находится заключение договора подряда между заказчиком и подрядчиком на весь период строительства (генеральный договор). В развитие этого договора заключаются дополнительные соглашения.

Строительный подряд можно определить как договор между заказчиком и подрядчиком, согласно которому подрядчик по поручению заказчика обязуется выполнить строительные работы за установленную плату с использованием собственных материалов и материалов заказчика и сдать ее результаты в соответствии с условиями договора заказчику, который обязуется принять и оплатить выполненные работы.

Правовой основой договора подряда является Гражданский Кодекс РФ (глава 37, статьи 702–768), а также нормативные документы, регулирующие отношения по договорам подряда, финансированию капитального строительства.

В последнее время капитальное строительство дополнилось еще одной формой организации строительства – «под ключ». При этой форме организации строительства функции заказчика передаются генеральному подрядчику, который полностью отвечает за строительство объекта в соответствии с утвержденным проектом. При этом генеральный подрядчик заинтересован в экономном расходовании установленного сметного лимита, поскольку экономия переходит в его распоряжение, упрощается система взаимосвязей. В конечном итоге происходит удешевление и сокращение сроков строительства.

Заключение договоров подряда (государственных контрактов) происходит, как правило, на основе проведения торгов. Наличие конкуренции дает заказчику выбрать более выгодные предложения по цене, срокам строительства, техническим решениям. Существуют открытые и закрытые торги. Различие состоит в порядке определения состава участников торгов. При открытой форме проведения торгов приглашаются все желающие строительно-монтажные организации, обладающие необходимой лицензией. Закрытая форма торгов предполагает приглашение к торгам конкретных организаций, среди которых осуществляется выбор.

### ***Вопросы для самопроверки***

1. Чем определяются особенности капитального строительства как отрасли материального производства?
2. Назовите виды смет и определите их назначение.
3. Как определяется сметная стоимость строительно-монтажных работ?
4. В чем заключается специфика ценообразования в строительстве?
5. Какие организационные формы капитального строительства существуют?
6. Что означает строительство объекта «под ключ»? Чем определяется интерес к этой форме строительства?
7. Назовите преимущества конкурсного заключения договоров подряда в капитальном строительстве

### **Тема 5. Источники финансирования капитальных вложений**

Под источниками финансирования капитальных вложений понимаются фонды и потоки денежных средств, которые позволяют осуществить инвестиционный проект. Изыскание источников финансирования считается центральным звеном инвестиционной деятельности.

Следует разграничить источники капитальных вложений на макроэкономическом и микроэкономическом уровнях.

Вся совокупность инвестиций по источникам образования на макроэкономическом уровне делится на две группы – внутренние и внешние источники капитальных вложений [13, с. 155].

Внутренние (национальные) источники финансирования капитальных вложений, в свою очередь, делятся на централизованные и децентрализованные источники. При этом к централизованным источникам относятся государственные бюджетные средства, муниципальные бюджетные средства и средства из внебюджетных фондов.

Государственные бюджетные средства выделяются на финансирование капитальных вложений ежегодно в соответствии с принимаемыми законами о федеральном бюджете, бюджетах субъектов федерации, муниципальные бюджетные средства – в соответствии с правовыми актами местных органов управления.

Внебюджетные централизованные ассигнования на капитальные вложения осуществляются из внебюджетных фондов, функционирующих в соответствии с действующим законодательством.

Децентрализованные источники капитальных вложений на макроэкономическом уровне включают в свой состав накопления коммерческих и некоммерческих организаций, частные накопления граждан.

Внешние источники финансирования капитальных вложений в национальную экономику включают в свой состав средства, поступающие в страну из-за границы. Их также можно классифицировать по двум направлениям.

Репатрируемые капиталы – средства резидентов, переводимые из-за границы.

Иностранные инвестиции – инвестиции, поступающие в страну:

- от международных организаций;
- от иностранных государств;
- от юридических и физических лиц – нерезидентов.

Для характеристики источников финансирования капитальных вложений на микроэкономическом уровне воспользуемся положениями Закона РСФСР от 26.06.1991 г. № 1488-1 (в ред. от 10.01.2003 г. № 15-ФЗ) «Об инвестиционной деятельности в

РСФСР». В статье 8 указанного закона состав источников представлен следующим образом:

1. Собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы инвестора, куда относятся:

- прибыль;
- амортизационные отчисления;
- денежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц;
- суммы, выплачиваемые страховыми органами в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий;

2. Заемные финансовые средства инвесторов, эта группа источников представлена:

- банковскими кредитами;
- бюджетными кредитами;
- облигационными займами;

3. Привлеченные финансовые средства инвестора, к этой группе источников относятся:

- средства, получаемые от продажи акций;
- средства, получаемые от продажи паевых и иных взносов;

4. Денежные средства, централизуемые объединениями (союзами) предприятий в установленном порядке;

5. Ассигнования федерального, регионального и местного бюджетов и соответствующих внебюджетных фондов;

6. Иностранные инвестиции.

Все средства, кроме отнесенных к группе заемных средств, образуют собственный капитал субъекта инвестирования.

Заемные средства подлежат возврату на заранее определенных условиях. Субъекты, предоставившие эти средства в доходах от реализации инвестиционного проекта, как правило, не участвуют.

Каждому источнику финансирования присущи свои факторы роста, методы осуществления капитальных вложений и управления инвестиционным процессом.

Наиболее надежный источник финансирования инвестиционной деятельности представляют собой собственные средства инвестора.

Прибыль – это основная форма чистого дохода предприятия, также представляет собой обобщающий показатель эффективности деятельности предприятия. По сути, она является главным источником расширенного воспроизводства.

Принятие решения об использовании прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, зависит от его организационно-правовой формы:

- акционерное общество – на основании решения общего собрания акционеров по рекомендации совета директоров;
- общество с ограниченной ответственностью – на основании решения общего собрания участников;
- государственное унитарное предприятие – на основании решения уполномоченного государственного органа исполнительной власти,
- муниципальное унитарное предприятие – на основании решения уполномоченного муниципального органа власти.

Возможность использования прибыли на цели инвестирования зависит от величины прибыли, порядка определения налогооблагаемой прибыли, величины ставки налога на прибыль и ряда других факторов.

В настоящее время порядок определения налогооблагаемой прибыли регулируется 25 главой Налогового кодекса РФ.

Еще одним источником финансирования капитальных вложений за счет собственных средств являются амортизационные отчисления. Они образуются в результате особенностей переноса стоимости основных средств на стоимость готовой продукции: функционируют длительное время, постепенно переносят свою стоимость.

В каждом производственном цикле не требуется возмещения основных средств в натуральной форме. Возмещение происходит только по истечении срока службы зданий, сооружений, машин, механизмов, передаточных устройств. Соответственно, средства, аккумулируемые в амортизационном фонде, могут использоваться в инвестиционных целях.

Амортизационные отчисления на предприятии непосредственно предназначены для осуществления финансирования простого воспроизводства (на реновацию). Но при определенных усло-

виях могут стать фактором расширенного воспроизводства на уровне предприятия. Если это расширение осуществляется на прежней технической основе, то мы получаем экстенсивно расширенное воспроизводство. Если применяются более совершенные средства производства, получаем интенсивно расширенное воспроизводство.

Величина амортизационного фонда зависит от ряда факторов:

- 1) балансовой стоимости основных фондов предприятия;
- 2) переоценки основных фондов;
- 3) срока полезного использования основных фондов;
- 4) используемого метода начисления амортизации.

Положением по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» (ПБУ 6/01) от 30.03.2001 г. определяются четыре метода начисления амортизации: линейный метод, метод уменьшаемого остатка, метод списания стоимости основных средств по сумме чисел лет их полезного использования, метод списания стоимости пропорционально объему производимой продукции (работ). Применение метода уменьшаемого остатка, метода списания стоимости основных средств по сумме чисел лет их полезного использования дает возможность увеличить на первых этапах амортизационные отчисления, что позволяет в большей мере реализовать инвестиционное назначение амортизационного фонда.

В 25 главе Налогового кодекса РФ определяются состав амортизируемого имущества, порядок определения его стоимости, распределение имущества по амортизационным группам, методы начисления амортизации, применяемые в целях налогообложения, порядок расчета амортизации.

При линейном методе начисления амортизации амортизационный фонд формируется равными долями на протяжении срока полезного использования основных фондов. При нелинейном методе в первую половину срока полезного использования основных фондов начисляется основная часть их стоимости, что дает преимущество при использовании средств на инвестиционные цели.

Кроме прибыли и амортизационных отчислений источника финансирования капитальных вложений за счет собственных средств можно назвать:

- реинвестируемую путем продажи часть основных фондов;

- иммобилизуемую часть оборотных активов;
- страховые возмещения убытков, вызванных потерей имущества.

Дополнительные объемы собственных средств для финансирования капитальных вложений могут быть изысканы в процессе повышения эффективности хозяйствования.

Важным финансовым инструментом для развития общественного производства являются бюджетные ассигнования в инвестиционных целях.

Бюджетные ассигнования на капитальные вложения – это средства бюджетов всех уровней, выделяемые согласно бюджетной росписи в инвестиционных целях.

Необходимость бюджетных ассигнований обусловлена наличием сфер и производств, которые имеют существенное общенациональное значение, но по ряду причин (высокая капиталоемкость, повышенные риски, невысокая прибыльность или отдаленность получения прибыли) являются непривлекательными для частного капитала. В мировой практике такими сферами финансирования являются:

- объекты социальной инфраструктуры;
- объекты производственной инфраструктуры;
- новые прогрессивные отрасли;
- вновь осваиваемые регионы.

Доля бюджетных ассигнований определяется действующей моделью развития экономики. В условиях плановой экономики государственные капитальные вложения составляли абсолютно преобладающую часть капитальных вложений. В рыночной экономике складывается иная ситуация, роль государственных капиталовложений существенно снижается.

Существует ряд особенностей бюджетных ассигнований:

- возможность предоставления средств на условиях безвозвратности и безвозмездности для финансирования объектов, включенных в федеральную целевую инвестиционную программу (федеральную адресную инвестиционную программу);
- преобладание социальных приоритетов в распределении средств по объектам финансирования;
- адресность и целевой характер финансирования;

➤ осуществление финансового контроля за своевременным поступлением и целевым использованием бюджетных средств.

В случае недостаточности собственных ресурсов, а иногда по причине выгоды в качестве источников финансирования предприятия могут использовать заемные и привлеченные средства.

В данном контексте к заемным средствам относятся средства, полученные в результате осуществления эмиссии облигаций, кредиты, полученные в коммерческих банках и из бюджетов; к привлеченным средствам – средства, полученные от эмиссии акций, средства, поступающие в порядке перераспределения от концернов, ассоциаций, а также средства, формируемые на паевых (долевых) началах.

Формирование объединений (союзов) предприятий дает возможность путем перераспределения централизуемых средств избежать кредитного финансирования проекта и увеличить его прибыльность. Дополнительные возможности в этом направлении возникли с появлением законодательства о финансово-промышленных группах. Механизм их функционирования дает возможность расширить внутренние инвестиционные возможности, концентрировать ресурсы на наиболее важных направлениях.

Одним из основных источников финансирования инвестиций в рыночных условиях является мобилизация средств путем эмиссии ценных бумаг. По экономическому содержанию ценные бумаги, эмитируемые хозяйственными обществами, подразделяются на два вида:

➤ долевые – характеризуют долю их владельца в реальной собственности, делают его совладельцем предприятия; это акции обыкновенные и акции привилегированные;

➤ долговые – характеризуют долг, обязательство выплатить этот долг эмитентом владельцу ценной бумаги; к этому виду ценных бумаг относятся облигации.

Такое деление по экономическому содержанию соответствует разделению средств на привлеченные и заемные.

В настоящее время среди заемных источников финансирования капитальных вложений значительную роль играют банковские кредиты. Выдается кредит в соответствии с условиями формируемой банками кредитной политикой. Как правило, требуется

обеспечение кредита, строго целевое использование средств, полученных по договору кредита.

Усложнение экономической сферы выражается в интернационализации, глобализации мировых хозяйственных связей. Как следствие, наблюдается рост значения и объемов иностранных инвестиций как источника финансирования капитальных вложений.

Иностранные инвестиции представляют собой капитал, вывезенный из одной страны и вложенный в различные виды предпринимательской деятельности в другой стране в целях извлечения прибыли.

В Федеральном законе от 09.07.1999 г. №160-ФЗ (в редакции от 08.12.2003 г.) «Об иностранных инвестициях» (статья 2) указанное понятие конкретизируется: иностранные инвестиции – вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории РФ в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте в РФ в соответствии с федеральными законами, в том числе денег, ценных бумаг (в иностранной валюте и валюте РФ), иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку, исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальной собственности), а также услуг и информации.

Иностранные инвестиции могут осуществляться в разных формах:

➤ как доли участия в уставных капиталах совместных предприятий;

➤ как прямые вложения в денежной форме международных организаций и финансовых институтов, государств, иностранных юридических и физических лиц, в том числе в виде кредитов.

При анализе этого источника финансирования инвестиций может применяться общая классификация, но особое значение имеет выделение прямых, портфельных и прочих инвестиций.

Прямые иностранные инвестиции – вложения иностранных инвесторов, дающие им право контроля и участия в управлении предприятием на территории другого государства. Согласно международным классификациям, к прямым иностранным инвестици-

ям относят зарубежные вложения, предполагающие долгосрочные отношения между партнерами с устойчивым вовлечением в них экономических агентов одной страны, с их контролем за хозяйственной организацией, расположенной в принимающей стране. К прямым инвестициям причисляют:

- приобретение пакета акций акционерного общества, в которое иностранный инвестор вкладывает капитал, в размере не менее 10 % суммарного объявленного капитала;

- реинвестирование прибыли от деятельности указанного предприятия в части, соответствующей доле иностранного инвестора в акционерном капитале и остающейся в его распоряжении после распределения дивидендов и репатриации части прибыли;

- внутрифирменное предоставление кредита или равноценная операция по урегулированию задолженности в отношениях между иностранным инвестором и инвестируемым предприятием.

Портфельные инвестиции – вложения иностранных инвесторов, осуществляемые с целью получения определенного дохода, а не права контроля над предприятием. В соответствии с международными классификациями к портфельным инвестициям относят:

- вложения в покупку акций, не дающих возможности влиять на деятельность предприятия и составляющих менее 10 % от акционерного капитала;

- вложения зарубежных инвесторов в облигации корпораций, векселя, государственные и муниципальные ценные бумаги;

Инвестиции, которые не подпадают под определение прямых и портфельных, относятся к прочим инвестициям:

- торговые кредиты;

- кредиты, полученные от международных финансовых организаций;

- кредиты от правительств иностранных государств под гарантии правительства страны, куда вкладываются инвестиции;

- банковские вклады.

Среди названных форм иностранных инвестиций приоритет имеют прямые инвестиции, поскольку такая форма:

- в большей степени влияет на активизацию инвестиционных процессов;

- содействует социально-экономической стабильности;

- осуществляется перенос квалифицированного менеджмента, организации производства;

- улучшается конкурентная среда, тем самым стимулируется развитие национального бизнеса;

- содействует росту занятости, уровню доходов населения.

В соответствии с законодательством субъектами иностранного инвестирования являются иностранные юридические лица, иностранные организации, не являющиеся юридическими лицами, иностранные граждане, международные организации, иностранные государства, а также лицо без гражданства, постоянно проживающее за пределами РФ, гражданская правоспособность и дееспособность которого определяется в соответствии с правилами страны-проживания.

Реализация иностранных инвестиций во многом зависит от инвестиционного климата, под которым понимается совокупность политических, социальных, экономических, организационных условий, которые определяют целесообразность и привлекательность страны как объекта инвестирования.

### *Вопросы для самопроверки*

1. Какой признак лежит в основе классификации источников финансирования капитальных вложений?

2. Какие факторы влияют на величину прибыли, используемую на цели инвестирования?

3. Какой метод начисления амортизации создает относительно лучшие условия для инвестирования? Почему?

4. Охарактеризуйте источники финансирования капитальных вложений, получаемых при посредстве рынка ценных бумаг.

5. В чем значение бюджетных ассигнований для финансирования капитальных вложений?

6. Назовите формы иностранных инвестиций. Дайте их сравнительную характеристику.

## Тема 6. Методы финансирования капитальных вложений

Методы финансирования капитальных вложений можно определить как способы образования источников финансирования и реализации инвестиционных проектов.

Одним из методов финансирования капитальных вложений является бюджетное финансирование.

Бюджет – это основной финансовый механизм государства, имеет правовую форму в виде закона, который принимается на текущий финансовый год. Главным регулирующим документом является Бюджетный кодекс РФ. Также существуют нормативные правовые документы, определяющие порядок бюджетного финансирования строек и объектов, сооружаемых для федеральных государственных нужд. Одним из основных документов следует назвать Положение о формировании перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд и их финансировании за счет средств федерального бюджета (утверждено Постановлением Правительства РФ от 11.10.2001 г. № 714). Расходы на финансирование бюджетных инвестиций из федерального бюджета предусматриваются, если они включены в федеральную целевую инвестиционную программу или имеется соответствующее решение федерального органа исполнительной власти, которое предусматривается в федеральной адресной инвестиционной программе.

Такой же порядок существует для субъектов федерации, муниципальных образований.

Участниками процесса бюджетного финансирования инвестиций на уровне федерации являются Правительство РФ, Министерство финансов РФ, Министерство экономического развития и торговли, а также государственные заказчики (федеральные органы исполнительной власти и органы исполнительной власти субъектов федерации) и заказчики-застойщики.

Правительство РФ определяет приоритеты и критерии социально-экономического развития страны, регулирует распределение функций между государственными заказчиками и заказчиками-застойщиками, утверждает перечень строек и объектов для государственных нужд.

Министерство финансов РФ осуществляет контрольную функцию по целевому использованию средств, вносит при необходимости изменения в бюджетную роспись, уведомляет Министерство экономического развития и торговли РФ о предельном объеме бюджетного финансирования государственных капитальных вложений, осуществляет погашение задолженности перед госзаказчиками.

Министерство экономического развития и торговли РФ осуществляет распределение государственных капитальных вложений между госзаказчиками, принимает решение о включении конкретных объектов в перечень, формирует перечень строек и объектов для утверждения его Правительством РФ.

Госзаказчики формируют предложения Минэкономразвития РФ о включении в перечень строек и объектов для федеральных нужд, заключают контракты о выполнении подрядных работ, взаимодействуют с органами Федерального казначейства по вопросам финансирования капитальных вложений, отчитываются перед Минфином РФ и органами государственной статистики о ходе выполнения работ на государственных стройках.

Включение в перечень федеральных строек осуществляется только при наличии утвержденной установленным образом градостроительной, предпроектной и проектной документации. Выделение ассигнований госзаказчикам за счет бюджета осуществляется в соответствии со сводной бюджетной росписью, лимитами бюджетных обязательств, объемами финансирования капвложений и процедурами по исполнению расходной части госбюджета.

В отличие от финансирования капитальных вложений по объектам, включенным в перечень для государственных нужд, бюджетный кредит является возвратной, возмездной формой использования государственных средств для инвестирования. Бюджетный кредит является формой расходов бюджета соответствующего уровня и предоставляется юридическим лицам разных форм собственности, а также бюджету иного уровня.

Размещение кредитных ресурсов происходит на конкурсной основе. Заемщик предоставляет обеспечение исполнения обязательств, формы такого обеспечения определяются Бюджетным кодексом РФ. Порядок предоставления кредитов государства оп-

ределяется Постановлением правительства РФ. Обязательным условием предоставления кредита является отсутствие просроченной задолженности по ранее предоставленным бюджетным средствам, отсутствие просроченной задолженности по налоговым платежам. Для заемщиков, являющихся государственными предприятиями, кредит может быть предоставлен на беспроцентных условиях.

Каждый год при утверждении очередного бюджета устанавливаются цели, на которые может быть предоставлен бюджетный кредит, условия предоставления кредитов, лимиты их предоставления на срок в пределах финансового года и на срок, выходящий за его рамки, ограничения по субъектам, которым могут быть предоставлены бюджетные кредиты, а также размер процента за кредит.

Правительство РФ имеет право предоставлять государственные гарантии под инвестиционные проекты социальной и народнохозяйственной значимости. В качестве критериев при принятии таких решений определено содействие выходу из кризиса и росту производства, влияние на структурную перестройку экономики, решение социальных проблем в масштабах страны, соблюдение экологической безопасности. Постановлением Правительства от 12.11.1999 г. № 1249 (ред. от 03.10.2002 г. № 731) утверждено Положение о предоставлении государственных гарантий под инвестиционные проекты социальной и народнохозяйственной значимости, где наряду с критериями оценки значимости проектов определены условия участия в конкурсе, условия предоставления гарантий.

Оценку и отбор инвестиционных проектов осуществляет комиссия по инвестиционным конкурсам, созданная при Министерстве по экономическому развитию и торговле РФ. Государственные гарантии предоставляются тоже на конкурсной основе. К участникам конкурса предъявляется ряд особых требований.

С 1992 г. на основе Закона РФ «Об инвестиционном налоговом кредите», а с введением в действие Налогового кодекса РФ – на основе его соответствующих статей еще одной формой участия государства в финансировании инвестиционной деятельности стал инвестиционный налоговый кредит.

Инвестиционный налоговый кредит – это изменение срока уплаты налога, предоставляемое организации-налогоплательщику, при котором предоставляется возможность уменьшать платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и процентов по нему. Основания и условия предоставления инвестиционного налогового кредита определяются статьей 67 Налогового кодекса РФ.

Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен по налогу на прибыль, региональным и местным налогам. Решение принимается соответствующим финансовым органом. Конкретный порядок определяется договором об инвестиционном налоговом кредите, заключаемым организацией-налогоплательщиком и уполномоченным финансовым органом.

Основным методом финансирования капитальных вложений является самофинансирование. Инвестиции в развитие производства осуществляются за счет прибыли, полученной предприятиями, амортизационных отчислений, а также за счет иных собственных средств инвестора.

Прибыль как источник финансирования капитальных вложений является частью более изменяющейся и в большей степени, чем амортизация, определяется качеством управления предприятием. Поэтому можно сказать, что при прочих равных условиях все мероприятия, направленные на увеличение прибыли, служат и целям инвестирования. В то же время, поскольку инвестиционные средства формируются из чистой прибыли, то государство, устанавливая величину ставки налога на прибыль, определяя доходы и расходы предприятий, учитываемые при определении налогооблагаемой базы, косвенным образом влияет на инвестиционные возможности предприятия. При принятии решения о распределении прибыли предприятие формирует фонды, в том числе фонд накопления, средства из которого используются в инвестиционных целях.

Амортизационные отчисления как источник самофинансирования в большей степени регулируются государством путем установления норм амортизации, определения состава амортизационных групп основных фондов, способов начисления амортизации. Однако предприятие само формирует амортизационную политику



(в рамках, установленных государством). Формирование амортизационной политики предприятия дает возможность уменьшить налог на прибыль за счет увеличения амортизационных отчислений и, следовательно, увеличить чистую прибыль, что при прочих равных условиях увеличивает ресурсы для инвестирования.

Особое значение для амортизационной политики имеет уровень рентабельности на предприятии, степень износа основных фондов, конкурентоспособность продукции, выпускаемой предприятием. Высокорентабельное, конкурентоспособное предприятие заинтересовано вернуть средства в возможно более короткие сроки (применение минимально возможного срока полезного действия для данной амортизационной группы, нелинейного метода амортизации). При убыточной деятельности предприятия, имеющие изношенные фонды, будут стараться минимизировать свои затраты (применять максимально возможные сроки использования основных фондов, линейного метода амортизации).

Важным обстоятельством является не только проблема наличия инвестиционных ресурсов, но также возможность воплощения этих ресурсов в производствах, технологиях и других объектах инвестиционной деятельности, которые повышают конкурентоспособность хозяйствующего субъекта. В этих целях бывает необходимо осуществить реструктуризацию производства, что означает оздоровление, санацию производственного потенциала, обеспечение снижения транзакционных издержек, повышение эффективности менеджмента, усиление интеграции промышленного и финансового капитала, повышение способности восприятия производственного сектора к инвестициям.

Ключевым направлением здесь является становление крупных корпоративных структур, интеграция научно-технического, производственного и финансового капитала. Все это находит воплощение в создании финансово-промышленных групп (далее – ФПГ). Создание ФПГ опирается на два экономических фактора: содействие росту эффективности производства за счет объединения материальных и нематериальных активов, повышение уровня конкуренции на региональном и национальном рынках.

Это возможно за счет влияния ФПГ на ряд экономических процессов:

- стабилизацию межхозяйственных связей;
- формирование внутренней конкурентной среды;
- улучшение финансовых платежей;
- поддержку малого и среднего бизнеса путем включения их представителей в круг своих партнеров;
- усиление регулируемости экономики, а значит, снижение рисков для инвесторов.

Формирование ФПГ позволяет увеличивать собственные средства на финансирование инвестиций за счет концентрации средств на важнейших направлениях, за счет перераспределения этих средств в соответствии с целями и задачами инвестиционной политики. Действующим законодательством (Федеральный закон от 30.11.1995 г. № 190-ФЗ «О финансово-промышленных группах») определено, что в числе участников ФПГ обязательно должны быть организации, действующие в сфере производства товаров и услуг, а также банки или иные кредитные организации, и могут быть инвестиционные институты, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, которые обеспечивают инвестиционную составляющую ФПГ.

В качестве поддержки государством деятельности ФПГ возможны следующие мероприятия:

1. В случае реализации на инвестиционном конкурсе акций участников ФПГ, при покупке их центральной компанией той же ФПГ осуществляется зачет задолженности участника ФПГ в объеме инвестиций;
2. Предоставление участникам ФПГ права самостоятельно определять сроки амортизации оборудования и накопления амортизационных отчислений с направлением полученных средств на деятельность ФПГ, прежде всего реализацию инвестиционных проектов;
3. Предоставление государственных гарантий для привлечения инвестиций в особом порядке;
4. Предоставление инвестиционного налогового кредита и иной финансовой поддержки для реализации инвестиционных проектов ФПГ;

5. Для банков-участников ФПГ Банк России может предоставлять льготы для проведения инвестиционной деятельности (снижение норм обязательного резервирования, изменение других нормативов для повышения инвестиционной активности).

Все преференции находятся в русле приоритетов промышленной и социальной политики, которые устанавливаются Правительством РФ и заявляются при представлении проекта Федерального бюджета (отчет о мерах поддержки ФПГ представляется вместе с отчетом об исполнении Федерального бюджета). Уполномоченные государственные органы осуществляют проверку деятельности ФПГ.

Акционирование как метод финансирования капитальных вложений появился в России сравнительно недавно. С точки зрения предприятия-эмитента это хороший источник получения достаточно значительного капитала. Акция – долевая ценная бумага, поэтому полученные от ее размещения средства становятся собственными средствами предприятия, возврату не подлежат. Следовательно, представляют для эмитента меньший риск. Также законодательством не предусмотрены ограничения по сроку выпуска дополнительных акций, нет требований к обеспечению эмиссии. В случае выпуска привилегированных акций сохраняется структура акционеров, влияющих на принятие решения.

В то же время при эмиссии акций может проявиться ряд проблем и ограничений:

- при эмиссии привилегированных акций возникают обязательства по выплате дивидендов, размер которых может определяться в уставе акционерного общества и в документах для государственной регистрации выпуска ценных бумаг;

- при эмиссии обыкновенных акций возможно распыление уставного капитала, снижение степени контроля над предприятием;

- акции для инвесторов – относительно более рискованные ценные бумаги, поэтому выше цена привлечения таких ресурсов для предприятия-эмитента; на этот показатель влияет финансовое положение предприятия-эмитента, существующая структура уставного капитала;

- выпускать акции могут только хозяйствующие субъекты, имеющие соответствующую организационно-правовую форму;

- дополнительная эмиссия может привести к снижению спроса на размещенные акции, что в свою очередь может повлиять на капитализацию акционерного общества;

- действующее законодательство предъявляет высокие требования по раскрытию информации для инвесторов и государственного органа, осуществляющего регулирующие и надзорные функции;

- относительно высокие издержки при размещении акций.

Принятие решения о дополнительной эмиссии закреплено за общим собранием акционеров или (в пределах объявленных акций) за советом директоров. Процедура государственной регистрации выпуска весьма регламентирована. После размещения в регистрирующий орган предоставляется отчет об итогах выпуска ценных бумаг. Следует учитывать также затраты по ведению реестра акционеров.

Существует риск неразмещения акций, при этом уже произведенные затраты не возмещаются. В то же время, если выпуск признается несостоявшимся, денежные средства, полученные за акции, подлежат возврату.

Вследствие вышесказанного, акционирование как метод финансирования капитальных вложений целесообразно использовать для конкурентоспособных предприятий:

- эмиссия и размещение акций связаны с существенными затратами;

- существует опасность нарушения структуры уставного капитала, распыления акций, поглощения, потери контроля;

- возможна потеря курсовой стоимости акций и, следовательно, снижение потенциальных доходов акционеров.

Эмиссия облигаций также является методом финансирования капитальных вложений. По сравнению с выпуском акций данный метод можно считать более универсальным средством инвестирования, поскольку эмитировать облигации могут не только акционерные общества. Но в отличие от акций облигации являются долговым инструментом, привлекаются на определенный период времени, а затем подлежат возврату.

Использование механизма рынка ценных бумаг путем эмиссии облигаций:

- позволяет привлечь больше средств по сравнению с эмиссией акций;

- владение облигацией не дает права на участие в управлении;

- облигация является более надежной ценной бумагой для инвестора, потому можно говорить о более низкой стоимости капитала в результате размещения займа;

- платежи процентов по облигациям считаются расходами компании-эмитента и освобождены от налогообложения;

- в случае выпуска долгосрочных обязательств выплата доходов по ним происходит более «дешевыми» деньгами.

В то же время существует ряд проблемных факторов при эмиссии облигаций:

- облигационные средства подлежат обязательному возврату и привлекаются на платной основе;

- кредиторы имеют преимущества в виде первоочередного выполнения обязательств;

- существуют ограничения по срокам выпуска облигаций без обеспечения (облигации без обеспечения могут быть эмитированы не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества);

- облигации могут быть досрочно предъявлены их владельцами к погашению, поэтому необходимо предусмотреть резервирование средств в этих целях;

- облигации могут быть конвертированы в акции, тогда цена для инвестора повышается, что интересно для эмитента; однако в этом случае происходит изменение структуры акционеров, возможна утрата контроля за предприятием;

- выпуск долгосрочных обязательств повышает риски для эмитента, поскольку за длительный период возможны неблагоприятные изменения.

Существующие требования к эмиссии облигаций имеют еще более жесткий характер, чем при эмиссии акций. Эмиссию на большие суммы могут проводить только крупные компании. Зна-

чительная доля заемных средств в пассивах приводит к получению более низкого кредитного рейтинга, что, в свою очередь, может привести к снижению цен на облигации.

Еще один метод долгового финансирования капитальных вложений – банковское кредитование, которое может осуществляться в различных формах.

В основе кредитных отношений – договор, регламентирующий все основные условия: сумма кредита, величина процентной ставки, права и обязанности сторон, порядок использования средств, форма обеспечения обязательств.

Положительные моменты для инвестора-заемщика:

- возможность привлечь значительные средства;

- осуществление банком контроля за целевым использованием средств;

- возможность получить дополнительные услуги банка в процессе осуществления инвестиционного проекта;

- возможность изменения условий договора по обоюдному согласию сторон.

Впрочем, и при этом методе финансирования инвестиционных проектов нет однозначности:

- существует достаточно сложная процедура оформления кредита;

- необходимо предоставлять обеспечение кредита в виде залога, гарантий, поручительства;

- существует обязательность уплаты процентов по кредиту;

- требования банка-кредитора к устойчивому финансовому состоянию предприятия-заемщика.

Можно говорить о некоторых преимуществах этого способа займа по сравнению с другим долговым методом финансирования капитальных вложений – эмиссией облигаций:

- возможность изменения условий кредита в случае перемены обстоятельств;

- отсутствие затрат, связанных с размещением и регистрацией выпуска ценных бумаг;

- банковское кредитование позволяет быстрее начать осуществление проекта.

### **Вопросы для самопроверки**

1. Дайте определение метода финансирования капитальных вложений.
2. Назовите формы бюджетного финансирования капитальных вложений, охарактеризуйте одну из них.
3. От каких факторов зависят возможности самофинансирования капитальных вложений?
4. Почему финансово-промышленные группы рассматриваются как фактор, влияющий на возможности самофинансирования?
5. Какие преимущества дает использование акционирования как метода финансирования капитальных вложений?
6. Какие проблемы могут возникать при эмиссии облигаций в инвестиционных целях?

### **Тема 7. Новые методы финансирования капитальных вложений**

В качестве новых методов финансирования рассматриваются лизинг, ипотечное кредитование, венчурное финансирование, проектное финансирование.

В Российской Федерации лизинговые сделки регулируются Гражданским кодексом РФ (ст. 665-670), Федеральным законом «О финансовой аренде (лизинге)» от 29.10.1998 г. №164-ФЗ (в ред. от 23.12.03 № 186-ФЗ). Существует также ряд нормативных правовых документов, в частности, методические рекомендации Министерства экономики РФ по расчету лизинговых платежей (1996 г.).

В указанном законе (статья 2) лизинг определяется как вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим или юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем.

В качестве экономической категории лизинг можно определить как систему экономических отношений по поводу приобретения в собственность имущества с последующей сдачей его во временное пользование за определенную плату. Иногда к этим

отношениям добавляются отношения займа, так как источником финансирования сделки могут быть заемные средства.

Объектами лизинговых отношений является движимое и недвижимое имущество, кроме запрещенного к свободному обращению законодательством.

Субъектами этих отношений выступают лизингодатель, лизингополучатель, продавец имущества.

Существуют различные классификации лизинговых сделок. Так, по экономическому содержанию сделок лизинг разделяется на оперативный и финансовый лизинг:

➤ оперативный лизинг – новое или подержанное оборудование передается в краткосрочное пользование, при этом договор лизинга заключается на срок, меньший периода полезного использования оборудования; возможно расторжение договора каждой из сторон с выплатой штрафа, размер которого определяется в договоре (или без такого определения);

➤ финансовый лизинг – новое имущество передается на полный срок амортизации или большую его часть с последующим переходом права собственности лизингополучателю; договор не может быть расторгнут.

Финансовый лизинг в свою очередь подразделяется по видам и типам в зависимости от направленности финансовых потоков, особенностей условий договора.

В зависимости от источника финансирования приобретения предмета лизинга операции лизинга можно разделить следующим образом:

➤ операции, осуществляемые за счет собственных средств лизинговой компании;

➤ операции, осуществляемые за счет кредитных средств;

➤ операции, осуществляемые за счет средств лизингополучателя.

Стоимость таких операций для лизингополучателя отличается.

Отношения лизинга предполагают платность. Состав лизинговых платежей определяется Федеральным законом «О лизинге (финансовой аренде)» (статья 27).

Лизинговые платежи относятся к издержкам производства лизингополучателя. Размер, способ, форма, периодичность выплат определяются в договоре. Форма выплат может быть денежной, компенсационной или смешанной. Периодичность внесения платежей может быть единовременной или периодической.

Можно выделить ряд преимуществ для сторон лизинговой сделки.

Преимущества для лизингодателя заключаются в следующем:

- при лизинге по типу продажи обеспечивается реализация оборудования и предоставление услуг, которые на других условиях невозможны;

- снижаются риски деятельности, поскольку право собственности в период действия договора остается у лизингодателя;

- существует возможность влиять на повышение экономической эффективности сдаваемых в аренду машин и оборудования путем отбора выгодных контрактов;

- возможность в соответствии с Налоговым кодексом РФ применять ускоренную амортизацию активной части основных средств, что позволяет получать налоговую экономию и защиту от потерь в связи с моральным старением оборудования;

- при прочих равных условиях расширяется круг партнеров, с которыми возможны долгосрочные договорные отношения, что сказывается на результатах деятельности.

Преимущества для лизингополучателя:

- возможность приобрести необходимое имущество без значительных единовременных капитальных затрат;

- возможность получить кредит на полную стоимость оборудования, в то время как при получении банковского кредита сумма полученных средств, как правило, ниже стоимости оборудования;

- не требуется формировать дополнительное обеспечение;

- частично снимается риск потерь, связанных с моральным износом;

- расходы, связанные с лизингом, относятся к издержкам организации-лизингополучателя, поэтому в результате снижается величина налогооблагаемой прибыли;

- в договоре лизинга возможно учесть организационные особенности деятельности предприятия (цикличность, сезонность производства), что позволяет снизить издержки;

- возможность составить гибкий график лизинговых платежей соответственно операционному циклу и денежному потоку позволяет учитывать финансовое состояние лизингополучателя и выплачивать часть платежей за счет доходов, генерируемых использованием предмета лизинга.

Для поставщика оборудования:

- возможно снижение расходов на рекламу продукции, других маркетинговых расходов;

- лизингодатель представляется надежным партнером с точки зрения спроса и оплаты;

- при организации лизинга «по типу продажи» возможно получить дополнительный доход в виде комиссии по договору лизинга;

- потенциальными покупателями продукции становятся такие организации, которые при отсутствии собственных средств, затруднениях в получении заемных средств остались бы за пределами экономических интересов производителя.

Данный метод финансирования капитальных вложений не лишен ряда недостатков и проблем:

- остается риск недополучения платежей;

- существует нестабильность налогового законодательства в части исчисления налогооблагаемой базы;

- завышение лизинговых платежей может привести к росту цены продукции, произведенной на арендуемом оборудовании и утрате ее конкурентоспособности.

Перспективы лизинга как метода финансирования капитальных вложений зависят от инвестиционной политики государства, социально-экономических условий, собственно лизингового законодательства, правильной организации лизинговых сделок.

Еще одним методом финансирования капитальных вложений является ипотечное кредитование, в основе которого находятся особые отношения залога – ипотека.

В Российской Федерации отношения ипотеки регулируются Федеральным законом «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от

16.07.1998 г. № 102-ФЗ, а также на отношения ипотеки распространяется действие Гражданского кодекса РФ, Федерального закона «О залоге» от 29.05.1992 г. № 2872-1 (с изм. от 16.07.98 г.), Федерального закона «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» от 21.07.97 г. № 122-ФЗ (ред. от 02.11.04).

Исключительным предметом залога при ипотеке является недвижимое имущество и права на него. Если в установленный срок заемщик не возвращает определенную сумму, то кредитор имеет право и возможность компенсировать непоплаченный долг за счет средств, полученных от реализации заложенного имущества.

Ипотечку можно определить как систему отношений, которые возникают по поводу кредитного договора (или договора займа), обеспеченного залогом недвижимости. Эти отношения включают оценку недвижимости, установление подлинности принадлежности недвижимости залогодателю, определение наличия (отсутствия) иных обременений заложенной недвижимости.

В соответствии с действующим законодательством закладываемое имущество может принадлежать либо самому заемщику, либо третьему лицу на праве собственности или на праве хозяйственного ведения.

Предметом залога может быть только имущество, зарегистрированное в установленном порядке. Сам договор подлежит нотариальному удостоверению и тоже государственной регистрации.

Федеральным законом «Об ипотеке (залоге недвижимости)» определены основные правила и требования к совершению сделок ипотеки, порядок реализации заложенного имущества, особенности ипотеки разных видов недвижимого имущества (земля, объекты производственного назначения, жилье), оценки объектов залога.

Фактором, способствующим развитию ипотечного кредитования, является возможность оформления залога недвижимого имущества составлением закладной. Закладная – это именная ценная бумага, которая удостоверяет права ее владельца на исполнение по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, без предоставления других обязательств существования обязательств, право залога на имущество, указанное в договоре об ипотеке (статья 13 вышеназванного Федерального закона).

Закладная также подлежит нотариальному удостоверению и государственной регистрации в уполномоченном государственном органе. Владелец закладной может передать права по ней третьему лицу. В свою очередь, сама закладная тоже может быть предметом залога при обеспечении обязательств.

В качестве особенностей ипотечного кредитования как метода финансирования капитальных вложений можно выделить следующее:

- 1) предмет залога строго определен;
- 2) как любая сделка с недвижимостью, ипотека подлежит регистрации в учреждениях юстиции по регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним;
- 3) предметом залога может быть не только само имущество, но и права на него;
- 4) долгосрочный характер ипотечного кредита;
- 5) оформление закладной дает возможность расширить отношения ипотеки;
- 6) относительно низкие риски для банка-кредитора.

Особым методом финансирования капитальных вложений является также венчурное финансирование.

Венчурное инвестирование представляет собой вложение средств в новые сферы деятельности, связанные с большим риском. Venture в переводе с английского означает «риск» или «рисковое начинание», поэтому венчурное финансирование можно характеризовать как финансирование рискованных инвестиционных проектов, финансирование еще только начинающих проектов.

С учетом особенностей планов инвестора, привлекаемого в венчурный проект, венчурное финансирование можно охарактеризовать как привлечение средств в уставный капитал предприятий, создаваемых для осуществления конкретных инвестиционных проектов, от инвесторов, которые изначально рассчитывают на продажу своей доли в бизнесе. Продажа осуществляется после реализации бизнес-плана эффективного проекта, когда стоимость доли существенно повышается по сравнению с ценой, уплаченной в начале периода инвестирования.

Венчурные предприятия – предприятия, занятые научными исследованиями, инженерными разработками, созданием и внедрением новаций.

Венчурные инвесторы – юридические и физические лица, вкладывающие капитал в венчурные предприятия, при этом заранее определяется их выход из предприятия в будущем путем продажи доли.

Венчурное финансирование для проекта означает получение реальных средств, формирующих капитал, из которого оплачиваются необходимые затраты. Существенно, что эти средства идут на осуществление первых стадий инновационного проекта.

Можно выделить несколько существенных характеристик этого вида финансирования:

1) венчурный инвестор вкладывает средства в компании, акции которых еще не котируются на бирже;

2) венчурный капитал предоставляется на средний и длительный срок и не может быть изъят до завершения разработки нового продукта компании;

3) венчурные инвестиции предоставляются не навсегда, а лишь на определенное время;

4) венчурное финансирование – это своеобразный заем новым компаниям, долгосрочный кредит без предоставления гарантий;

5) успешность венчурной компании определяется ростом цен на акции, реальностью прибыльной продажи компании или ее части;

6) роль венчурного инвестора не ограничивается предоставлением венчурного капитала, но включает также инвестирование опыта в бизнесе, деловых связей, что способствует расширению деятельности компании.

В развитии венчурной компании выделяют несколько этапов, каждый из которых предоставляет разные возможности и источники финансирования. Аналогичные этапы можно выделить применительно к собственно венчурному финансированию.

На протяжении всего инвестиционного венчурного цикла происходит модификация промежуточных целей, изменение размера и стоимости самой компании, источников финансирования венчурных проектов.

Источниками финансирования венчурных проектов могут быть:

1) личные средства предпринимателей, являющихся основателями компании;

2) гранты правительства;

3) средства академических и отраслевых институтов и университетов;

4) средства индивидуальных венчурных инвесторов;

5) средства фирм венчурного капитала;

6) средства фондов венчурного капитала.

Особенности венчурного капитала:

➤ ориентация инвесторов на значительный рост капитала, а не на текущую доходность;

➤ длительный срок рыночной реализации – от 3 до 7 лет после начала инвестирования проходит до получения прироста капитала;

➤ характерным для венчурного капитала является распределение рисков между инвесторами и инициаторами проекта, что проявляется в участии венчурных инвесторов в принятии стратегических решений;

➤ при венчурном финансировании закладываются допустимые нормы убытков.

Привлекательность вложений в венчурные компании заключается в следующем:

➤ обеспечение высоких темпов прироста вложенного капитала;

➤ приобретение акций компаний с вероятно высокой рентабельностью;

➤ как правило, наличие налоговых льгот;

➤ наличие государственной поддержки, поскольку финансируются инновационные проекты, в реализации которых государство заинтересовано.

Преимущества венчурного капитала для венчурных предприятий:

1) повышение устойчивости собственного капитала;

2) позволяет компании достичь уровня зрелости, когда появляется возможность финансирования за счет иных методов;

- 3) нет расходов по выплате долга, процентов;
- 4) возможность использовать опыт инвесторов в сфере менеджмента и финансов.

Недостатки:

- 1) сложность получения из-за необходимости детальной проработки проектов и соответствующих затрат времени;
- 2) высокий риск, отсутствие гарантий для венчурных инвесторов;
- 3) требование высокой нормы прибыли со стороны венчурных инвесторов;
- 4) контроль над компанией может перейти внешним инвесторам.

Способ обслуживания долговых обязательств, при котором сам инвестиционный проект служит источником погашения долга, в международной практике получил название «проектное финансирование». Инвестиционные затраты в такой ситуации возмещаются за счет будущих доходов вновь создаваемого объекта. Следовательно, проектное финансирование предполагает обеспечение такой экономической и технической жизнеспособности проекта, которое позволяет генерировать денежные потоки, достаточные для обслуживания долга по проекту.

Основными особенностями проектного финансирования можно назвать:

- 1) распределение рисков между всеми участниками проекта, качественное управление рисками в процессе реализации проекта;
- 2) возможность совмещения в проекте различных видов капитала;
- 3) согласование решений и действий всех участвующих в проекте сторон.

Основными участниками проектного финансирования проектов являются:

- инициаторы проекта (инвесторы);
- проектная компания;
- кредиторы;
- подрядные компании;
- поставщики оборудования;
- компания-оператор, управляющая объектом инвестирования после ввода его в эксплуатацию;

➤ покупатели товаров (услуг), которые будут создаваться на инвестируемом объекте.

В зависимости от доли риска, принимаемой на себя кредитором, различают несколько видов проектного финансирования:

- 1) без регресса на заемщика – в этом случае кредитор принимает на себя все риски, связанные с реализацией проекта; в качестве компенсации за риск банк рассчитывает на повышенный процент по кредиту;
- 2) с полным регрессом на заемщика – банк не принимает на себя риски, связанные с проектом; его участие ограничивается предоставлением средств для реализации проекта против определенных гарантий;
- 3) с ограниченным регрессом на заемщика – происходит распределение рисков по проекту между всеми участниками проекта так, что каждый несет ответственность за риски, зависящие от него: заемщик – за эксплуатацию, поставщик – за комплектность, качество и своевременность поставок, подрядчик – за качество и сроки строительства.

Правильное распределение рисков дает возможность привлечь дополнительные ресурсы, финансовые обязательства заемщика не слишком обременительны для него.

Можно выделить такие преимущества проектного финансирования:

- 1) тщательная предпроектная проработка создает потенциальную возможность эффективной реализации проекта;
- 2) возможность привлечь значительные кредитные ресурсы;
- 3) создание дополнительных гарантий инвестирования путем распределения рисков между участниками.

Существует также ряд проблем для заемщика:

- 1) повышенный процент по кредиту, а также повышенная комиссия – за оценку проекта, организацию финансирования и др.;
- 2) высокие затраты по предпроектным работам, их несет тоже заемщик;
- 3) достаточно длительный период времени от подачи заявки до принятия решения о финансировании (тщательная оценка, создание организационных структур, в том числе банковского консорциума).



Существует достаточно большое количество схем осуществления проектного финансирования. В российской практике проектное финансирование применяется недавно и в ограниченных масштабах. Законодательной основой является Федеральный закон от 30.12.1995 г. № 225-ФЗ (ред. от 14.01.1999 г., 18.06.2001 г.) «О соглашениях о разделе продукции», регулирующий инвестиционные условия в минерально-сырьевых и сопряженных с ними отраслях.

### ***Вопросы для самопроверки***

1. Дайте определение лизингу как виду инвестиционной деятельности.
2. Какие возможности предоставляет лизинг лизингополучателю?
3. В чем суть ипотечного кредитования?
4. Что означает венчурное финансирование инвестиционных проектов?
5. Какие существуют источники финансирования венчурных проектов?
6. Что понимается под проектным финансированием инвестиционных проектов?
7. Какие виды проектного финансирования существуют?

### **Тема 8. Оценка инвестиционных качеств и эффективности финансовых инвестиций**

Ценные бумаги, являющиеся объектом инвестирования, подлежат оценке с точки зрения их инвестиционной привлекательности.

Под инвестиционной привлекательностью понимают наличие экономического эффекта в виде дохода, полученного от вложения средств в ценные бумаги, при минимальном уровне риска.

Существующие методики оценки инвестиционной привлекательности (или инвестиционных качеств) ценных бумаг основываются на расчетах определенных показателей, их группировке по экономическому содержанию, анализе полученных значений и

оценке текущего финансового состояния акционерного общества, перспектив его развития.

Для целей анализа имеет значение, выпускаются акции впервые или определенное время уже обращаются на фондовом рынке. Если осуществляется первичная эмиссия, то применяют традиционные показатели, характеризующие:

- оборачиваемость активов, капитала;
- рентабельность активов, капитала;
- ликвидность активов;
- финансовую устойчивость эмитента.

Если ценные бумаги уже обращаются на рынке, то традиционные показатели дополняют «акционерными» показателями: балансовая стоимость одной акции, коэффициент дивидендных выплат, коэффициент обеспеченности привилегированных акций чистыми активами, коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям и др.

Одним из распространенных методов, используемых при оценке привлекательности финансовых вложений, является фундаментальный анализ. Исследование при этом должно включать несколько этапов. На первом этапе рыночная конъюнктура оценивается на макроэкономическом уровне. На втором этапе осуществляется исследование рынка ценных бумаг и его отдельных сегментов. На следующем этапе осуществляется изучение отдельных акционерных обществ в отраслевом разрезе.

Также в фундаментальном анализе рассматривается структура капитала эмитента. В частности, определяется доля акционерного капитала в общей величине активов, соотношение между авансированным собственным капиталом и накопленной прибылью и т. п.

Еще одним методом, применяемым в целях определения инвестиционной привлекательности ценных бумаг, является технический анализ. Технический анализ предполагает изучение конъюнктуры рынка и динамики цен на организованном рынке. Методы его осуществления изучаются студентами специальности «Финансы и кредит» в рамках специальной дисциплины.

Основными показателями, отражающими инвестиционные качества ценных бумаг, являются показатели цены, доходности, риска.

Следует рассматривать отдельно указанные показатели для облигаций, являющихся долговыми ценными бумагами, и для акций, являющихся долевыми ценными бумагами.

Как известно, существует несколько видов цен облигаций – номинальная, эмиссионная, цена погашения, курсовая цена. Цену, имеющую значение для инвестора в конкретный момент времени, называют теоретической стоимостью облигации (или расчетной курсовой стоимостью).

Для определения теоретической стоимости облигации необходимо осуществить дисконтирование всех доходов, которые инвестор рассчитывает получить за время владения ценной бумагой. Особенности расчетов зависят от типа эмитированных облигаций.

В зависимости от способа выплаты процентного дохода выделяют такие типы облигаций:

- облигации с периодической выплатой дохода (купонные облигации);
- облигации с выплатой купона при погашении;
- бескупонные облигации (дисконтные), доход по которым образуется за счет разницы между ценой погашения и эмиссионной ценой и выплачивается при погашении облигаций.

$$P = \sum_{n=1}^N \frac{D}{(1+r)^n} + \frac{N}{(1+r)^n} \triangleright, \quad (7)$$

где P – цена облигации; D – доход, выплачиваемый по облигации за период; N – номинальная стоимость облигации; r – уровень доходности, желательный для инвестора.

Одной из инвестиционных характеристик облигаций является их доходность – относительная величина, характеризующая выгодность вложений путем сопоставления дохода с величиной затрат.

Различают текущую доходность, доходность к погашению.

Текущая доходность – отношение величины процентного дохода за период к цене облигации.

Доходность к погашению предполагает сопоставление всех полученных по облигации доходов и цены приобретения облигации.

Можно сказать, что доходность к погашению – это такая ставка дисконтирования, при которой стоимость приведенных платежей и суммы погашения равны затратам инвестора на приобретение облигации. Если норма прибыли, которую инвестор считает для себя приемлемой, и рассчитанная норма прибыли по облигации равны или последняя выше, то инвестиции являются выгодными.

Применительно к акциям также существует несколько видов цен – номинальная стоимость, балансовая стоимость, текущая рыночная цена (или курс акции).

Для инвестора главное значение имеет курс акции – цена, по которой акции продаются и покупаются на рынке. Она зависит от дохода, который приносят акции, соотношения спроса и предложения, некоторых внешних факторов.

Порядок определения цены зависит от типа акций. Для привилегированных акций, которые могут иметь фиксированную величину дивиденда, можно рассчитать цену путем сопоставления величины дивиденда на акцию и требуемой инвестором нормы прибыли.

Для обыкновенных акций дивиденд заранее неизвестен, поэтому указанный порядок определения цены должен быть иным. Кроме того, необходимо учитывать возможный рост рыночной цены, что означает возможность получить доход в виде разницы цен в конце и начале периода владения ценной бумагой.

Расчетные формулы изучаются студентами по дисциплине «Финансовая математика».

Все варианты расчетов являются ориентиром, поскольку они рассчитываются с некоторой долей вероятности. Следует учитывать факторы, оказывающие корректирующее воздействие, в частности, срок выплаты дивидендов, соотношение спроса и предложения, поведение крупных игроков (если говорить об организованном рынке).

Наряду с понятием «доходность» существенной характеристикой финансовых вложений является понятие «риск». Риск определяется как уровень некоторой прямой финансовой потери или недополучения планируемых доходов (снижения нормы доходности).

Чем выше диапазон колебаний возможных результатов (доходов), тем выше риск. Но чем выше риск, тем большую доходность должны приносить инвестиции. Выбор инвестора заключается в предпочтении либо снижения риска при данном уровне доходности, либо обеспечения максимальной доходности при определенном уровне риска.

Риски, существующие на рынке ценных бумаг, можно классифицировать по нескольким признакам.

- уровень оценки;
- причины возникновения;
- последствия.

Оценка рисков, принадлежащих к разным классификациям, различается.

Риски по уровню оценки подразделяют на общегосударственный, отраслевой, фирменный (предприятия) и риск, связанный с положением самого инвестора.

Общегосударственный риск связан с политическим и экономическим положением в стране, где осуществляется инвестиционная деятельность.

Отраслевой риск оценивается по стадии жизненного цикла отрасли, позиции отрасли в отношении макроэкономических условий, а также на основе прогноза перспективы развития отрасли.

Риск на уровне предприятия оценивается путем анализа финансового состояния эмитента, организационных условий и положения инвестора в компании.

Риск по причинам возникновения зачастую делят на функциональный, денежный, социально-правовой, инфляционный, риск ликвидности, рыночный.

Функциональный риск – неправильное предвидение цен, издержек, ошибки в управлении портфелем.

Рыночный риск возникает в результате возможного падения спроса на данные ценные бумаги.

Денежный риск – зависит от колебания процентных ставок и имеет два источника:

- 1) снижение доходности ценных бумаг – объектов инвестирования;
- 2) появление более привлекательных альтернативных вложений.

Инфляционный риск связан с возможным превышением темпов роста инфляции над темпами роста доходов по ценным бумагам.

Социально-правовой риск – нестабильность «правил игры» на фондовом рынке (налогообложение, гарантии инвесторам, защита прав инвесторов).

В зависимости от последствий риск подразделяется на риск прекращения деятельности (банкротство, неплатежеспособность), вариационный риск (обусловлен изменением доходности по ценным бумагам).

Вариационный риск подразделяют на систематический и не-систематический.

Систематический риск связан с общерыночными колебаниями цен и доходности.

Несистематический риск связан с изменением доходности и цен по конкретной ценной бумаге и обуславливается изменением спроса и предложения на нее.

Оценка уровня рисков предполагает получение и анализ различной информации; например: об участниках инвестиционной деятельности, о текущей конъюнктуре рынка, тенденции изменения конъюнктуры, о предполагаемых событиях, которые могут повлиять на рынок, об изменениях в нормативной базе, оказывающих влияние на инвестиционную деятельность и т. п.

На основе полученной информации делаются экспертные оценки рискованности вложений.

Существуют также статистическая оценка рисков. При этом используется метод вероятностного распределения, а также метод оценки по коэффициенту  $\beta$ .

Таким образом, в качестве основных критериев, по которым оцениваются качества инвестиционные качества ценных бумаг, применяют:

- 1) доходность – полученный доход или рост курсовой стоимости по сравнению с вложенными средствами;
- 2) риск – означает возможность недополучения дохода или утраты вложенных средств;
- 3) ликвидность – способность ценных бумаг быстро и без потерь превращаться в денежные средства.

Если сравнивать характеристики инвестиционных качеств разных видов и типов ценных бумаг, то можно сделать следующие выводы.

#### 1. Обыкновенные акции.

##### 1.1. Преимущества:

- возможность получить высокие дивиденды (в случае эффективной деятельности предприятия-эмитента);
- относительно высокая ликвидность акций;
- наличие в собственности крупного пакета акций дает возможность участвовать в управлении, а значит, влиять на уровень доходности и риска.

##### 1.2. Недостатки:

- негарантированный прогнозный характер дохода;
- высокий уровень риска из-за невыплаты дивидендов, потеря капитала при банкротстве и ликвидации;
- не всегда есть возможность влиять на принятие решение, последняя очередность получения ликвидационной стоимости.

#### 2. Привилегированные акции.

##### 2.1. Преимущества:

- как правило, возможность получения стабильного дохода, поскольку дивиденд заранее обусловлен, его выплата практически не зависит от результатов деятельности предприятия-эмитента;
- возможность повышения ликвидности в результате осуществления права требовать выкупа акций;
- относительно низкий риск в результате получения дивидендов;
- наличие преимуществ в получении ликвидационной стоимости акций при ликвидации акционерного общества.

##### 2.2. Недостатки:

- дивиденды могут быть ниже, чем по обыкновенным акциям, если в уставе не оговаривается иное;
- ограниченные возможности участия в управлении акционерным обществом.

#### 3. Облигации.

##### 3.1. Преимущества:

- стабильный уровень дохода;
- низкий уровень риска, особенно в случае обеспеченных и конвертируемых облигаций;
- первоочередное право возврата средств при ликвидации акционерного общества.

##### 3.2. Недостатки:

- отсутствие права участия в управлении;
- как правило, относительно низкий уровень дохода по сравнению с акциями.

При выборе между инвестированием в акции или облигации инвестору следует руководствоваться собственными предпочтениями – более надежные ценные бумаги и возможно меньший доход либо более рискованные ценные бумаги и возможно более высокий доход.

#### *Вопросы для самопроверки*

1. Что означает понятие «инвестиционная привлекательность ценных бумаг»?
2. Перечислите показатели, отражающие инвестиционные качества ценных бумаг.
3. Что представляется собой текущая доходность облигаций?
4. Как определяется цена привилегированной акции?
5. Перечислите преимущества инвестиций в привилегированные акции.
6. На основании каких данных можно прогнозировать величину дивидендов?
7. Дайте определение инвестиционного риска.

#### **Тема 9. Формирование и управление портфелем ценных бумаг**

Смысл портфельного инвестирования состоит в улучшении возможностей инвестирования в результате получения в совокупности объектов инвестиционных качеств, которые невозможно получить по отдельному объекту инвестирования.

Портфель ценных бумаг определяют как целенаправленно сформированную совокупность вложений в ценные бумаги в соответствии с определенной инвестиционной стратегией.

Главной целью формирования портфеля является реализация инвестиционной политики путем подбора наиболее эффективных и надежных инвестиционных вложений.

Существует также перечень локальных целей:

- обеспечение высокого инвестиционного дохода в текущем периоде;
- обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе;
- обеспечение минимизации уровня инвестиционных рисков;
- обеспечение необходимой ликвидности инвестиционного портфеля;
- обеспечение максимального эффекта «налогового щита» в процессе инвестирования.

В существенной степени они являются альтернативными:

- рост рыночной стоимости капитала связан с определенным снижением текущего дохода портфеля;
- прирост капитальной стоимости и увеличение дохода ведут к росту инвестиционных рисков.

Инвестиционные качества ценных бумаг, составляющих портфель, отражают инвестиционные предпочтения инвестора. Обобщенной инвестиционной характеристикой, основанной на соотношении риск-доход, на способе получения дохода, является тип портфеля ценных бумаг.

В зависимости от приоритетности целей в формировании дохода в экономической литературе принято выделять такие типы портфелей ценных бумаг:

- портфель роста;
- портфель дохода;
- портфель роста и дохода.

Портфель роста ориентирован на вложения, обеспечивающие прирост инвестированного капитала в долгосрочной перспективе.

Портфель дохода ориентирован на вложения, которые обеспечивают получение высоких текущих доходов вне зависимости от темпов прироста вложенного капитала в перспективе.

Портфель роста и дохода формируется во избежание потерь как за счет падения курсовой стоимости акций, так и за счет низких дивидендных и процентных выплат.

Возможно выделение типов портфеля ценных бумаг в зависимости от величины рисков:

- консервативный портфель;
- агрессивный портфель;
- умеренный портфель.

Консервативный портфель формируется по критерию минимизации риска.

Агрессивный (спекулятивный) портфель формируется по критерию максимизации текущего дохода или прироста инвестированного капитала независимо от уровня риска вложений.

Умеренный (компромиссный) портфель – в таком портфеле общий уровень портфельного риска приближен к среднерыночному.

Исходя из двух основных критериев типа портфеля, могут формироваться их различные варианты.

По степени соответствия целям инвестирования принято выделять сбалансированные и несбалансированные портфели.

Сбалансированный портфель характеризуется сбалансированностью доходов и рисков, которая соответствует качествам, заданным инвестором при формировании.

Несбалансированный портфель определяется как не соответствующий целям, поставленным при его формировании.

Основные факторы, определяющие формирование фондового портфеля:

- приоритеты поставленных целей;
- степень диверсификации инвестиционного портфеля;
- уровень и динамика процентных ставок;
- уровень налогообложения доходов по разным финансовым инструментам.

Основные этапы формирования портфеля ценных бумаг:

1-й этап – оценка инвестиционных качеств отдельных видов финансовых инструментов инвестирования; на этом этапе выявляются преимущества и недостатки различных финансовых инструментов с позиции инвестора, исходя из целей инвестирования;

2-й этап – формирование инвестиционных решений по включению в портфель индивидуальных финансовых инструментов; результат здесь – ранжированный по уровню доходности и риска перечень ценных бумаг;

3-й этап – оптимизация портфеля, направленная на снижение уровня риска при заданном уровне доходности;

4-й этап – оценка эффективности формирования портфеля ценных бумаг.

Первоначально сформированный портфель требует поддержания его в состоянии, которое соответствовало бы поставленным целям. Это достигается в процессе управления портфелем ценных бумаг.

Управление портфелем ЦБ можно определить как принятие и реализацию управленческих решений, которые обеспечивают поддержание портфеля по параметрам доходности, риска, ликвидности, соответствующим поставленным при формировании портфеля целям.

Основным содержанием управления можно считать корректировку состава портфеля по причине изменения ставки процента, рыночной конъюнктуры, предложения ценных бумаг и других условий.

В процессе управления портфелем принято выделять ряд этапов:

1. Организация мониторинга конъюнктуры фондового рынка, для того, чтобы своевременно можно было продать (купить) те или иные ценные бумаги;

2. Оценка уровня доходности, риска и ликвидности сформированного портфеля в динамике;

3. Выбор способа управления портфелем.

Теория различает два принципиальных способа управления портфелем – активный и пассивный.

Пассивный способ основывается на совпадении структуры портфеля с изменениями рыночной конъюнктуры по объему и по составу обращающихся ценных бумаг. В большей степени применим к консервативному портфелю.

Активный подход основывается на прогнозе изменений рыночной конъюнктуры и соответственном изменении портфеля на базе этих прогнозов. В большей степени отражает приоритеты агрессивного портфеля;

4. Реструктуризация портфеля по основным видам инструментов в случае необходимости.

В зависимости от выбора способа управления существуют разные методы реструктуризации. Например, постоянное соотношение спекулятивной и консервативной частей портфеля, которое устанавливается в зависимости от типа портфеля. Переменное соотношение спекулятивной и консервативной частей портфеля предполагает изменение состава портфеля с учетом прогнозируемой динамики рыночной стоимости;

5. Реструктуризация портфеля по конкретным разновидностям ценных бумаг. Методы управления на этом этапе также определяется применяемым способом управления.

#### ***Вопросы для самопроверки***

1. Дайте определение портфеля ценных бумаг.
2. Какие цели стремится достичь инвестор при формировании портфеля ценных бумаг?
3. Перечислите типы портфеля ценных бумаг.
4. Какие этапы формирования портфеля ценных бумаг принято выделять?
5. Что включает в себя управление портфелем ценных бумаг?

## Рекомендуемая литература

1. Гражданский Кодекс РФ. Часть 2.
2. Федеральный закон РФ от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в Российской Федерации в форме капитальных вложений».
3. Федеральный закон РФ от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».
4. Федеральный закон РФ от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».
5. Федеральный закон РФ от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
6. Федеральный закон РФ от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)».
7. Федеральный закон РФ от 16.07.98 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».
8. Федеральный закон РФ от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».
9. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования (утверждены Госстроем РФ, Минэкономики и Минфином РФ 21.06.1999 г.).
10. Налоговый кодекс РФ. Части 1 и 2 (Федеральный закон № 148-ФЗ, 149-ФЗ от 06.08.1998 г., № 153-ФЗ, 154-ФЗ от 10.08.2000 г., с изменениями и дополнениями).
11. *Бланк И.А.* Управление инвестициями предприятия. Киев: Эльга; Ника-Центр, 2003. 480 с.
12. *Иголина Л.Л.* Инвестиции: Учебное пособие / Под ред. В.А. Слепова. М.: Юристъ, 2002. 480 с.
13. Инвестиции: Учебник / Под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Лялина. М.: Проспект, 2003. 440 с.
14. *Колтынюк Б.А.* Инвестиционные проекты: Учебник. СПб.: Издательство В.А. Михайлова, 2000. 422 с.
15. *Сергеев И.В., Веретенникова И.И., Яновский В.В.* Организация и финансирование инвестиций: Учебное пособие. 2-е изд. М.: Финансы и статистика, 2002. 400 с.

16. *Слепнева Т.А., Яркин Е.В.* Инвестиции: Учебное пособие. М.: ИНФРА-М, 2003. 176 с.
17. *Ковалев В.В.* Методы оценки инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 2001. 144 с.
18. Управление инвестициями: В 2 т. / В.В. Шерemet, В.М. Павлюченко, В.Д. Шапиро и др. М.: Высшая школа, 1998. Т. 1. 416 с.
19. Экономика строительства: Учебник для вузов / Под ред. И.С. Степанова. М.: Юрайт, 1997. 406 с.

## Вернуться вбиблиотеку учебников

[Создание и продвижение сайтов](#)

[В каталог НЕ учебников](#)

[Рерайт дипломных и курсовых работ](#)

*Повышайте квалификацию,  
приобретайте новые компетенции:*

[Курсы по созданию сайтов](#)

[Курсы по оптимизации сайтов](#)

[Примеры сайтов](#)

**Материалы по инновациям:**

- для самообразования топ-менеджеров;
- для повышения квалификации преподавателей;
- для рефератов и контрольных.