Учебник для вузов

ПИТЕР

В. В. Бочаров



Инвестиции

2-е издание

- Инвестиционный портфель
- Источники финансирования
- Выбор стратегии

ФИНЭК
Санкт-Петербург

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА



В. В. Бочаров

Инвестиции

2-е издание



Москва · Санкт-Петербург · Нижний Новгород · Воронеж
Ростов-на-Дону · Екатеринбург · Самара · Новосибирск
Киев · Харьков · Минск
2009

ББК 65.9(2)0-56я7
УДК 330.32(075)
Б86

Рецензенты: д. э. н., проф. Никифорова В. Д., д. э. н., проф. Федорова Т. А.

Бочаров В. В.

Б86 Инвестиции: Учебник для вузов. 2-е изд. — СПб.: Питер, 2009. — 384 с.: ил. — (Серия «Учебник для вузов»).

ISBN 978-5-388-00658-5

В учебнике рассматривается сложный и актуальный предмет инвестиций и инвестиционной деятельности. Даются советы по управлению инвестиционным портфелем, финансированию предприятий, построению инвестиционных моделей и многое другое.

Второе издание значительно обновлено, рассмотрены новые практические примеры, учтены самые последние изменения российского законодательства.

Книга предназначена в первую очередь для студентов и аспирантов вузов по экономическим специальностям, также будет ценным практическим пособием для специалистов, работающих в органах финансово-кредитной системы, на предприятиях и в коммерческих организациях.

ББК 65.9(2)0-56я7
УДК 330.32(075)

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

ISBN 978-5-388-00658-5

© ООО «Питер Пресс», 2009

Оглавление

Глава 1. Предмет и задачи курса 9
1.1. Предмет, цель и задачи курса 9
1.2. Практическое применение материалов курса 12
Глава 2. Инвестиции и инвестиционная деятельность предприятий 14
2.1. Роль сбережений в воспроизводственном процессе 14
2.2. Экономическая природа и значение инвестиций 18
2.3. Систематизация и формы инвестиций. 26
2.4. Инвестиционная политика предприятия 32
2.5. Инвестиции как объект правового регулирования 37
Глава 3. Методы анализа и оценки эффективности инвестиционных проектов 43
3.1. Правила инвестирования 43
3.2. Содержание, цель и задачи управления портфелем инвестиционных проектов 46
3.3. Классификация инвестиционных проектов 52
3.4. Бизнес-план инвестиционного проекта 53
3.5. Средневзвешенная стоимость капитала и ее использование в инвестиционных расчетах 60
3.6. Принципы принятия долгосрочных инвестиционных решений 64
3.7. Критерии эффективности инвестиционных решений 67
3.8. Денежные потоки инвестиционного проекта. 72
3.9. Дисконтирование денежных потоков 76

3.10. Показатели оценки эффективности инвестиционных проектов 79
3.11. Сравнительный анализ эффективности инвестиционных проектов 89
3.12. Изучение чувствительности проекта 101
3.13. Анализ и оценка проектных рисков 104

Глава 4. Оценка инвестиционных качеств и эффективности финансовых активов 113

4.1. Общая характеристика финансовых активов предприятий (корпораций) 113
4.2. Документарные и бездокументарные ценные бумаги . . . 117
4.3. Денежные и капитальные ценные бумаги 122
4.4. Производные ценные бумаги 128
4.5. Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг 131
4.6. Процедура эмиссии корпоративных ценных бумаг 133
4.7. Обращение эмиссионных ценных бумаг 138
4.8. Оценка стоимости и доходности эмиссионных ценных бумаг 141
4.9. Рейтинговая оценка корпоративных ценных бумаг 151
4.10. Оценка инвестиционной привлекательности ценных бумаг эмитента на фондовом рынке 153

Глава 5. Формирование и управление портфелем ценных бумаг 163

5.1. Цель и задачи управления портфелем ценных бумаг . . . 163
5.2. Типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий 169
5.3. Технология управления фондовым портфелем акционерного общества 175
5.4. Диверсификация фондового портфеля 184
5.5. Виды и способы снижения рисков фондового портфеля . 186

Глава 6. Источники финансирования капитальных вложений . . 194

6.1. Особенности формирования инвестиционных ресурсов на цели долгосрочного инвестирования 194
6.2. Общая характеристика источников финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал 202

6.3. Состав капитальных расходов федерального и региональных бюджетов 214
6.4. Оптимизация источников формирования инвестиционных ресурсов 217
6.5. Прямые иностранные инвестиции как источник финансирования капитальных вложений 224

Глава 7. Организация проектирования и подрядных отношений в строительстве 235

7.1. Роль капитального строительства в реализации капитальных вложений 235
7.2. Состав и формы проектно-сметной документации 238
7.3. Технология определения стоимости строительной продукции 245
7.4. Договорные цены на продукцию строительства 251
7.5. Договорные отношения в строительстве 253

Глава 8. Финансирование и кредитование капитальных вложений 261

8.1. Методы финансирования капитальных вложений 261
8.2. Практика финансирования капитальных вложений в России 268
8.3. Долгосрочное кредитование капитальных вложений . . . 280
8.4. Инвестиционный налоговый кредит 288
8.5. Финансирование ремонта основных средств 291
8.6. Финансирование инвестиций в нематериальные активы 295

Глава 9. Новые формы инвестирования в основной капитал . . . 301

9.1. Финансовая аренда (лизинг) как метод финансирования капитальных вложений 301
9.2. Проектное финансирование 317
9.3. Финансирование долгосрочных инвестиций на основе эмиссии облигаций 331
9.4. Финансирование капитальных вложений на основе соглашений о разделе продукции 340
9.5. Концессионные соглашения 347

Глава 10. Инвестиционное бюджетирование 352

10.1. Инвестиционное планирование в системе бюджетного управления 352
10.2. Необходимость и возможность внедрения системы бюджетного управления на предприятии 355
10.3. Цель и задачи инвестиционного бюджетирования 359
10.4. Информационная база для составления инвестиционного бюджета 361
10.5. Процесс разработки инвестиционного бюджета 364
10.6. Содержание инвестиционного плана (бюджета) предприятия 368
10.7. Методы отбора проектов для включения в инвестиционный бюджет 370
10.8. Анализ и оценка исполнения инвестиционного бюджета 374
Литература 377

Глава 1
Предмет и задачи курса

Прочитав данную главу, вы сможете:

- ознакомиться с предметом курса;
- определить цель и задачи изучения курса;
- выяснить возможности практического применения материалов курса.

1.1. Предмет, цель и задачи курса

На современном этапе развития российской экономики, которая на протяжении 90-х г. прошлого столетия находилась в состоянии системного кризиса, важно закрепить начавшуюся в 2001 г. положительную тенденцию макроэкономической стабилизации. Практика подтверждает, что в настоящее время механизм правового регулирования инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений не в полной мере отвечает потребностям экономики: отсутствуют достаточные источники для государственного и частного инвестирования; неэффективно работают институты досудебной санации и налоговые льготы; амортизационная и кредитная политика не в полной мере способствуют реализации воспроизводственного процесса; не созданы благоприятные условия для трансформации реальных инвестиций в новые технологии и производства. Существенное влияние на активизацию инвестиционной деятельности оказывают деловая ситуация на финансовом рынке, доступность инструментов инвестирования, количество

квалифицированных участников сделок, наличие соответствующей инфраструктуры рынка.

Экономические преобразования в России могут дать весомый эффект только при осуществлении политики интенсивного развития производственного и научного потенциала каждого субъекта РФ, сочетания общегосударственных и региональных интересов, создания действенного механизма финансового и денежно-кредитного регулирования инвестиционной деятельности предприятий различных форм собственности.

Для этого необходимо использовать весь накопленный отечественный и зарубежный опыт в сфере инвестирования и выработать единые принципы, методы и инструменты регулирования инвестиционной деятельности, которые будут регламентировать совокупность правовых норм и правил осуществления данной деятельности на территории России. Нормативно-правовая база должна обеспечивать возможность внедрения новых прогрессивных методов: финансового лизинга, проектного кредитования, проектного финансирования и др. Эффективная система инвестирования предполагает одновременную максимизацию доходов государства и инвесторов и обеспечение правовых гарантий частным и институциональным вкладчикам. Данная система может быть создана на базе комплексной целевой концепции финансирования и стимулирования инвестиционной деятельности в российской экономике.

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

Предмет курса — экономические отношения, возникающие в процессе инвестирования между участниками инвестиционной деятельности, позволяющие усилить воздействие финансовых и кредитных методов на темпы и пропорции инвестиций для активизации экономического роста в России.

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

Задачи курса:

- раскрыть экономическое содержание и назначение инвестиций и инвестиционной деятельности в современной России;
- рассмотреть основные понятия, характеризующие инвестиционный процесс, роль и место инвестиций в обеспечении экономического роста в стране;
- раскрыть методологические основы функционирования рынка инвестиционных товаров и прогнозирования его конъюнктуры в условиях транзитивной экономики;
- определить степень влияния финансовой и денежно-кредитной политики государства на инвестиционную активность хозяйствующих субъектов и пути ее активизации;
- дать критическую оценку применяемым методам количественного и качественного измерения эффективности инвестиционных проектов в российской практике;
- проанализировать существующие источники и методы финансирования долгосрочных инвестиций в реальный сектор экономики и определить пути их оптимизации;
- определить место и роль прямых иностранных инвестиций в осуществлении структурных преобразований в России и выяснить специфические формы вложения зарубежного капитала в отечественную экономику;
- провести анализ и оценку базовых концепций лизингового и проектного финансирования производственных инвестиций;
- определить место и роль российских банков в инвестиционном процессе и сформулировать отдельные рекомендации по усилению их инвестиционной активности в современных условиях;
- изучить сегодняшнее состояние отечественного фондового рынка и определить его реальные возможности для финансового обеспечения долгосрочных инвестиций в реальный сектор экономики;
- рассмотреть место и роль инвестиционного бюджетирования в принятии стратегических и оперативных решений по отбору и реализации проектов.

Методологической основой изучения данного курса являются теоретические и практические разработки российских и зарубежных

ученых и экономистов, законодательные и нормативные акты органов государственного управления по регулированию инвестиционной деятельности в Российской Федерации.

Курс «Инвестиции» непосредственно связан с другими учебными дисциплинами: «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент», «Экономический анализ», «Налоги и налогообложение» и тесно с ними взаимодействует.

Учебник составлен в соответствии с государственным общеобразовательным стандартом курса «Инвестиции».

Контрольные вопросы

1. Какова цель изучения данного курса?
2. Что является предметом и объектом курса?
3. Назовите основные задачи, решаемые в процессе изучения курса.

1.2. Практическое применение материалов курса

В результате углубленного изучения курса студенты должны знать:

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

- способы количественной оценки проектных и финансовых рисков, сопутствующих инвестиционному процессу, и приемы их нейтрализации.

После усвоения курса «Инвестиции» специалисты должны уметь:

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

Знания, приобретенные студентами в результате изучения курса, необходимы им для самостоятельной работы в органах государственного управления, на предприятиях и в коммерческих организациях, для принятия управленческих решений в сфере вложения капитала и для оценки инвестиционных проектов, а также финансовых активов с учетом уровня их доходности, безопасности и ликвидности. Студенты должны уметь прогнозировать состав и структуры инвестиционного портфеля с позиции максимизации дохода при заданном уровне риска или минимизации риска при данном уровне дохода.

Контрольные вопросы

1. Какими знаниями должен обладать специалист для принятия решений в процессе инвестирования капитала?
2. В каких сферах деятельности применяют знания, полученные после изучения данного курса?

Глава 2
Инвестиции и инвестиционная деятельность предприятий

Изучив данную главу, вы сможете:

- охарактеризовать роль сбережений в воспроизводственном процессе;
- раскрыть экономическую природу и значение инвестиций;
- систематизировать инвестиции по определяющим признакам;
- оценить состояние рынка инвестиционных товаров;
- ознакомиться с содержанием инвестиционной политики предприятия;
- узнать о формах правового регулирования инвестиций.

2.1. Роль сбережений в воспроизводственном процессе

Обязательное условие процесса воспроизводства — замена изношенных элементов основного капитала новыми. Такую замену осуществляют с помощью начисления амортизации по основным средствам и нематериальным активам и направления ее (в составе выручки от продажи товаров) на приобретение новых и техническое совершенствование действующих средств труда.

Подобный процесс характерен для простого воспроизводства, хотя здесь могут быть задействованы элементы расширенного воспроизводства, возникающие по двум причинам:

1) новые средства труда более совершенны по сравнению с заменяемыми, и при аналогичной их стоимости с их помощью

можно получить большее количество готовых изделий, предназначенных к реализации;

2) амортизационные отчисления могут быть использованы для расширения производства еще до замены изношенных элементов основного капитала, поскольку их начисляют ежемесячно в течение всего года.

Однако только амортизационных отчислений для обновления основного капитала недостаточно. Поэтому масштабное расширение производства возможно за счет новых капиталовложений в основной капитал, осуществляемых также за счет чистой прибыли предприятий, заемных и привлеченных средств.

Инвестиционный процесс начинают с формирования достаточного объема финансовых ресурсов и заканчивают созданием новых производственных мощностей, технологий, объектов бытовой и социальной инфраструктуры.

Для изучения природы инвестиционного процесса на макроуровне необходимо рассмотреть содержание таких понятий, как «сбережения» и «инвестиции». Проблема состоит в том, что в имеющихся публикациях нет единой точки зрения относительно экономического содержания и взаимодействия данных понятий.

В научных изданиях советского периода сбережения отождествляли с частью личного дохода граждан, остающейся неиспользованной после возмещения расходов на индивидуальные потребительские нужды.

В некоторых современных изданиях зарубежных экономистов сбережения связывают с доходами семейных хозяйств, которые направляют на приобретение товаров и услуг, а также на уплату налогов. Однако многие западные экономисты не отождествляют сбережения только с доходами семейных хозяйств или с личными доходами граждан.

Так, Дж. Кейнс определял сбережения как превышение дохода над потреблением. Определенная часть суммы этого превышения сберегается не только отдельными гражданами, но и центральными правительствами, местными органами власти и коммерческими организациями. У. Шарп характеризовал сбережения как «отложенное потребление».

Следует полагать, что наиболее логичную позицию занимают те исследователи, которые связывают сбережения не только с личными доходами физических лиц, но и с доходами юридических лиц и государства. Если доходы от реализации готового продукта превышают издержки на его производство и сбыт, то предприниматель получает прибыль. Часть этой прибыли после уплаты налоговых платежей в бюджетный фонд изымают собственники предприятия на цели личного потребления или сбережения. Другая часть прибыли остается в распоряжении предприятия на цели его развития.

Современные публикации подтверждают, что крупнейшими сберегателями в США выступают нефинансовые корпорации, которые формируют примерно 60–70% национального инвестиционного фонда. Семейные хозяйства обеспечивают примерно 30–40% всех сбережений. В России на цели сбережения приходится 30–35% от общего объема ВВП, остальные 65–70% направляют на цели потребления.

Сбережения общества могут возрастать также за счет средств бюджетного фонда в случае превышения его доходов над расходами. При дефиците бюджета сбережения общества будут понижаться.

Уровень сбережений для каждого отдельного гражданина или предпринимателя может определяться специфическими причинами (выгодная сделка, высокая трудоспособность, выигрыш, получение наследства и т. д.). Однако в масштабе общества уровень сбережений определяется развитием производства. В условиях роста и повышения эффективности производства возможно увеличение не только потребляемой, но и сберегаемой части произведенного валового внутреннего продукта (ВВП). Наоборот, в условиях значительного падения объема производства снижаются возможности наращивания сбережений у семейных хозяйств, предпринимателей и государства. Важный фактор, определяющий уровень сбережений, — их безопасность. Если семейные хозяйства и предприниматели не уверены в будущих доходах, то они постараются использовать их на текущее потребление.

В начале 90-х г. прошлого столетия значительная часть населения РФ фактически утратила все свои сбережения, которые были не только на руках, но и хранились в учреждениях Сбербанка России. В условиях высокой инфляции вложения предприятий в производство были нерентабельными, поэтому в середине 90-х гг. XX в. многие из них отказались от реальных инвестиций.

Следовательно, сбережения и инвестиции тесно взаимосвязаны и взаимообусловлены. Сбережения выступают как потенциальные инвестиции. Последние являются реализованными инвестициями, направленными на получение экономического или социального эффекта. Чем благоприятнее экономическая и социальная обстановка в стране, тем выше степень безопасности вложений, тем больше сбережений трансформируют в инвестиции. В развитых странах практически все сбережения превращают в инвестиции.

Важнейшие факторы, определяющие уровень инвестиций в масштабах общества, следующие.

1. Соотношение между потреблением и сбережением. От данного соотношения зависит не только сегодняшнее, но и будущее потребление. Чем больше общество потребляет в настоящее время, тем меньше оно сберегает, следовательно, тем ниже уровень инвестиций. С другой стороны, чем меньше уровень инвестиций сегодня, тем ниже возможности для увеличения степени потребления завтра.
2. Безопасность вложений капитала оказывает непосредственное воздействие на уровень инвестиций в обществе. Собственники сбережений будут вкладывать в экономику даже в условиях минимальной нормы прибыли на авансированный капитал, если будут уверены в сохранности вложенных средств. Так, в США население покупает казначейские векселя федерального правительства, гарантирующие относительно небольшой, но надежный доход в 3–5% годовых.
3. На процесс превращения сбережений в инвестиции влияет также норма прибыли на вложенный капитал. Данный фактор всегда действует в сочетании с фактором безопасности. Менее рисковые вложения, как правило, приносят вкладчику более низкую прибыль. Практически безрисковые инвестиции (в государственные ценные бумаги) должны приносить инвестору минимальный доход, ниже которого он не станет вкладывать свои деньги в эти финансовые инструменты.
4. На уровень и интенсивность инвестиций оказывает влияние и степень развития инфраструктуры финансового рынка. На развитом рынке инвестициями становятся практически все свободные денежные средства, что выгодно вкладчикам и государству.

Данные факторы непосредственно влияют на превращение сбережений в инвестиции, что способствует увеличению занятости населения и экономическому росту.

Контрольные вопросы

1. Назовите характерные особенности простого и расширенного воспроизводства.
2. Приведите определение термина «сбережения».
3. Назовите важнейшие факторы, влияющие на уровень сбережений и инвестиций в обществе.

2.2. Экономическая природа и значение инвестиций

Достигнутая в последние годы стабилизация и дальнейшее развитие народного хозяйства России невозможны без активизации инвестиционной деятельности, прежде всего в промышленности. Ключевая роль в этом процессе в условиях переходной экономики принадлежит государственному регулированию инвестиционной сферы. Изучение важнейших проблем, возникающих в экономике страны, позволяет сделать вывод о том, что они концентрируются в инвестиционной сфере, а продолжение спада деловой активности в данной сфере только усугубляет негативные тенденции. Характерно отметить, что за 1991–2005 гг. объем производственных инвестиций снизился более чем в 5 раз. Поэтому усиление инвестиционной активности в реальном секторе экономики имеет принципиальное значение для обновления производственного потенциала промышленности, строительства, транспорта, сельского хозяйства и других базовых отраслей национальной экономики.

Установим содержание основных понятий, характеризующих инвестиционную деятельность предприятий (корпораций).

Термин «инвестиции» происходит от английского глагола *to invest*, что означает «вкладывать». Инвестиции — это вложения капитала в любой вид бизнеса с целью его последующего возрастания. Прирост капитала, полученный в результате инвестирования, должен быть достаточным, чтобы возместить инвестору отказ от потребления имеющихся средств в текущем периоде, вознаградить его за риск и компенсировать потери от инфляции в будущем периоде.

Инвестиции — это имущественные и интеллектуальные ценности, которые вкладывают в объекты предпринимательской деятельности с целью получения дохода (прибыли) или достижения иного полезного эффекта.

Как экономическую категорию инвестиции выражают:

- вложение капитала в объекты предпринимательской деятельности с целью прироста первоначально авансированной стоимости (в форме прибыли);
- денежные (финансовые) отношения, возникающие между участниками инвестиционной деятельности в процессе реализации различных проектов (застройщиками, подрядчиками, банками, государством).

Характерные признаки инвестиций:

- они потенциально способны приносить доход (прибыль);
- процесс инвестирования связан с преобразованием сбережений в альтернативные виды активов хозяйствующего субъекта;
- в процессе инвестирования используют разнообразные виды финансовых ресурсов, которые различаются спросом, предложением и ценой их привлечения;
- вложения капитала в различные виды активов носит целевой характер;
- наличие срока вложения капитала (данный срок всегда индивидуален для каждого инвестора);
- вложения осуществляют юридические лица и граждане, которых называют инвесторами. Они преследуют свои собственные цели, не всегда связанные с извлечением экономической выгоды;
- наличие риска вложений капитала, поскольку достижение конечных целей инвестирования носит вероятностный характер.

Инвестиционная деятельность — вложение инвестиций в бизнес и осуществление практических действий для получения прибыли или иного полезного эффекта. Она может быть направлена на внутреннее и внешнее развитие предприятия.

К инвестиционной деятельности, направленной на внутреннее развитие, относят:

- замену или поддержание уровня эксплуатации действующего оборудования;
- расширение производственных мощностей;
- увеличение объема выпуска продукции, включая ее новые виды;
- реконструкцию действующего производства;
- затраты на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы и др.

В инвестиционную деятельность, направленную на внешнее развитие, включают:

- поглощение других компаний;
- приобретение акций сторонних эмитентов;
- взносы в уставные капиталы других предприятий;
- размещение капитала за рубежом.

Инвестиционный цикл — движение авансированного капитала в рамках конкретного хозяйствующего субъекта (унитарного предприятия, хозяйственного товарищества или общества). Это предполагает его непосредственное участие в процессе инвестирования (подготовка проектно-сметной документации, строительство объекта и его последующая эксплуатация; ликвидация объекта).

Инвестиционный процесс — открытая система, в которой наряду с заказчиком (застройщиком) принимают участие и другие контрагенты (проектировщики, подрядчики, банки, поставщики оборудования и материальных ресурсов для строительства).

В рамках инвестиционного процесса необходимо выделить процесс привлечения финансовых ресурсов субъектами реального сектора экономики и процесс их размещения на конкретные цели инвестирования (реализация инвестиционных и инновационных проектов и программ). Связующим звеном между обладателями инвестиционных ресурсов и их потребителями во многих случаях выступают институты финансового посредничества, оперирующие на финансовом рынке (банки, инвестиционные фонды, страховые компании).

Инвестиции в активы предприятия отражают на левой стороне бухгалтерского баланса, а источники их финансирования — на правой (в пассиве баланса). Их направляют в капитальные, нематериальные, оборотные и финансовые активы. Последние выступают в форме краткосрочных и долгосрочных финансовых вложений. Инвестиции в основной капитал (основные средства) осуществляют в форме капитальных вложений.

Капитальные вложения включают затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение оборудования, инструмента и хозяйственного инвентаря, проектной продукции и другие затраты капитального характера.

Капитальные вложения неразрывно связаны с реализацией инвестиционных проектов.

Инвестиционный проект — обоснование экономической целесообразности, объемов и сроков проведения капитальных вложений, включая необходимую документацию, разрабатываемую в соответствии с принятыми в России стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по реализации инвестиций (базис-план).

Приоритетный инвестиционный проект — это проект, включенный в перечень, утверждаемый Правительством РФ, объем капитальных вложений который соответствует требованиям законодательства РФ.

Срок окупаемости инвестиционного проекта — вероятный лаг (от англ. *lag* — отставание, запаздывание) со дня начала финансирования реального проекта до дня, когда разность между полученной суммой чистой прибыли вместе с амортизационными отчислениями и объемом капитальных вложений приобретает положительное значение.

Совокупная налоговая нагрузка — расчетный общий объем денежных средств, подлежащих уплате инвестором в бюджетный фонд на день начала финансирования проекта, в форме ввозных таможенных пошлин, федеральных налогов (за исключением акцизов и НДС на товары, произведенные на территории РФ) и взносов в государственные внебюджетные фонды (за исключением взносов в Пенсионный фонд РФ).

Основу инвестирования составляют вложения денежных средств в реальный сектор экономики, то есть в основной и оборотный капитал

предприятий различных форм собственности. Рынок инвестиций представляет собой сферу, где происходит купля-продажа инвестиционных товаров по равновесным ценам.

Инвестициями, выступающими в форме инвестиционных товаров, являются:

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

Субъектами инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капиталовложений и другие лица. Инвесторы осуществляют капитальные вложения на территории России с использованием собственных и привлеченных средств. Инвесторами могут быть юридические и физические лица, объединения юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, а также иностранные вкладчики капитала.

Инвесторы обладают равными правами:

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

- проведение контроля за целевым использованием средств, направляемых на капитальные вложения;
- осуществление иных прав, предусмотренных договором или государственным контрактом в соответствии с Гражданским кодексом РФ.

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

Подрядчики — юридические и физические лица, выполняющие работы по договору строительного подряда или государственному контракту, заключенному с заказчиками. Они обязаны иметь лицензию на проведение соответствующих видов строительно-монтажных работ.

Пользователи объектов капитальных вложений — юридические и физические лица (включая иностранные), а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные организации, для которых создают указанные объекты. Инвесторы могут выступать в роли пользователей объектов капитальных вложений. Субъекты инвестиционной деятельности вправе совмещать функции двух и более субъектов, если иное не установлено договором или государственным контрактом. Данные субъекты обязаны соблюдать требования, предъявляемые государственными лицами, а также использовать средства, предназначенные на капитальные вложения, по целевому назначению.

Основные этапы инвестирования:

1) преобразование ресурсов в капитальные затраты, то есть процесс преобразования инвестиций в конкретные объекты инвестиционной деятельности (собственно инвестирование);

2) превращение вложенных средств в прирост капитальной стоимости, что характеризует конечное потребление инвестиций

и получение новой потребительной стоимости (зданий, сооружений, установленных технологических линий);

3) прирост капитальной стоимости в форме прибыли, то есть реализуется конечная цель инвестирования.

Таким образом, начало и конец цепочки замыкаются, образуя новую взаимосвязь: доход — ресурсы — конечный результат (эффект), то есть процесс накопления повторяется.

Источником прироста капитала и целью инвестирования служит полученная от реализации проекта прибыль (доход). На практике массу прибыли (П) сопоставляют с инвестиционными затратами (ИЗ) и определяют эффективность инвестиций [%]:

$$ЭИ = П/ИЗ \times 100.$$

Такое сравнение осуществляют непрерывно: до инвестирования (до разработки технико-экономического обоснования (ТЭО) и бизнес-плана инвестиционного проекта); в процессе инвестирования (при строительстве объекта); после инвестирования (при эксплуатации нового объекта — после выхода его на проектную мощность).

Процессы вложения капитала и получения прибыли могут происходить в различной последовательности. При последовательном протекании этих процессов прибыль реализуется сразу же после сдачи готового объекта в эксплуатацию и вывода его на проектную мощность, как правило, в срок до одного года (например, приобретение и установка нового технологического оборудования). При параллельном их протекании получение прибыли возможно до полного завершения строительства нового предприятия (например, при вводе в действие первой очереди, цеха или пускового комплекса). При интервальном протекании процесса вложения капитала и получения прибыли между периодами завершения строительства предприятия и формирования прибыли проходит длительное время (несколько лет). Продолжительность временного лага зависит от форм инвестирования и особенностей конкретных объектов, а также от финансовых возможностей застройщиков (соотношения между собственными и привлеченными источниками финансирования капиталовложений).

Темпы роста инвестиций зависят от ряда факторов.

Прежде всего, объем инвестиций зависит от распределения получаемого дохода на потребление и накопление (сбережение). В условиях низких доходов у значительной части населения основную их долю (70–80%) направляют на потребление. Рост доходов граждан вызывает повышение доли, направляемой на сбережения, которые служат источником инвестиционных ресурсов. Следовательно, рост удельного веса сбережений в общем доходе вызывает увеличение объема инвестиций, и наоборот. Однако это условие соблюдается, если обеспечены государственные гарантии сбережений граждан, что служит стимулом их инвестиционной активности.

На объем инвестиций воздействует также ожидаемая норма прибыли как основной побудительный мотив. Чем выше ожидаемая норма прибыли на капитал, тем больший объем инвестиций направляют в конкретную отрасль хозяйства или сферу бизнеса (например, в строительство автозаправочных станций, автостоянок, паркингов).

Существенное влияние на объем инвестиций оказывает ставка ссудного процента, так как в процессе инвестирования могут быть использованы не только собственные, но и заемные средства. Если норма ожидаемой чистой прибыли оказывается выше средней ставки ссудного процента на кредитном рынке, то такие вложения выгодны для инвестора. Поэтому рост процентной ставки вызывает снижение объема инвестиций в стране.

Объем инвестиций связан также с предполагаемым темпом инфляции. Чем выше этот показатель, тем больше обесценится будущая прибыль инвестора и тем меньше стимулов будет у него для расширения объема инвестиций (особенно в сфере долгосрочного инвестирования). Поэтому при разработке бизнес-планов инвестиционных проектов следует учитывать влияние указанных факторов.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение термина «инвестиции».
2. Сформулируйте понятие «капитальные вложения».
3. Что вы понимаете под инвестиционным проектом?
4. Раскройте содержание понятия «инвестиционная деятельность».

5. Какие элементы включают в состав инвестиционных товаров?
6. Назовите субъектов инвестиционной деятельности.
7. Какими правами обладают инвесторы?
8. Каковы основные этапы инвестирования?
9. Раскройте содержание основных факторов, влияющих на объем инвестиций.

2.3. Систематизация и формы инвестиций

Инвестиции в объекты предпринимательской деятельности осуществляют в различных формах — денежной и материально-вещественной (например, взносы имущества в уставные капиталы хозяйственных обществ и товариществ). Для учета, анализа, планирования и контроля их классифицируют по отдельным признакам.

Во-первых, по объектам вложения средств выделяют реальные и финансовые инвестиции. Реальные инвестиции (капитальные вложения) — авансирование денежных средств в материальные и нематериальные активы (инновации) предприятий. Материальные инвестиции связаны с созданием или приобретением элементов основного капитала и осуществляются, как правило, в рамках инвестиционного проекта (программы). Для этой цели могут быть использованы как собственные, так и заемные средства. В последнем случае инвестором становится банк, осуществляющий кредитные вложения в конкретный проект.

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

Финансовые инвестиции означают вложение капитала в финансовые активы, включая все виды платежных и финансовых обязательств. Они представляют собой вложение средств в различные финансовые инструменты, среди которых наибольшее значение имеют ценные бумаги: долевые (акции) и долговые (облигации). В отличие от реальных инвестиций (в материальные активы), финансовые инвестиции часто называют портфельными, поскольку приоритетная цель инвестора — формирование оптимального инвестиционного (фондового) портфеля и управление им в процессе осуществления операций с ценными бумагами.

Различают финансовые инвестиции в государственные ценные бумаги, денежные средства от реализации которых поступают на пополнение бюджетного фонда, и портфельные инвестиции в эмиссионные ценные бумаги (акции и облигации акционерных обществ).

Финансовый капитал очень мобилен. Он может быстро переместиться на фондовый рынок страны, где можно приобрести акции перспективных компаний и выгодные облигации, а при ухудшении ситуации оперативно его покинуть. Так случилось в России после финансового кризиса в августе 1998 г., когда иностранные инвесторы стали быстро выводить свой капитал, вложенный в государственные долговые обязательства. Приток иностранных портфельных инвестиций желателен, так как повышает ликвидность финансовых вложений. Более того, большинство западных инвесторов выбирает портфельные инвестиции как ориентир для реальных капитальных вложений, проверяя их доходность и надежность для широкомасштабных вложений капитала в экономику страны.

Во-вторых, для определения роли инвестиций в экономике используют два ключевых понятия — валовые и чистые инвестиции. Валовые инвестиции (ВИ) представляют собой объем инвестируемых средств в определенном периоде, направляемых на новое строительство, реконструкцию, приобретение основных средств и нематериальных активов, а также на прирост материальных производственных запасов. Чистые инвестиции (ЧИ) равны валовым инвестициям за минусом амортизационных отчислений (АО) в определенном периоде. Динамика чистых инвестиций выражает характер экономического развития страны.

На практике возможны три ситуации.

1. Если сумма чистых инвестиций отрицательна (объем ВИ < АО), то это означает снижение производственного потенциала государства (объема выпуска продукции и услуг). Такая ситуация характерна для государства, «проедающего» свой основной капитал.
2. Если сумма чистых инвестиций равна нулю (объем ВИ = АО), то это означает отсутствие экономического роста (депрессию).
3. Если объем чистых инвестиций положителен (ВИ > АО), то такая ситуация подтверждает, что экономика находится на подъеме, то есть обеспечивается расширенное воспроизводство основного и оборотного капитала.

В-третьих, по характеру участия в инвестировании выделяют прямые и косвенные инвестиции. Прямые инвестиции предполагают непосредственное участие инвестора в выборе объекта для вложения денежных средств (приобретение оборудования, взносы в уставные капиталы других организаций, депозитные вклады в банках и т. д.). Косвенные инвестиции осуществляют через негосударственных финансовых посредников — коммерческие банки, инвестиционные фонды и компании, страховые организации. Последние аккумулируют и размещают свободные средства по своему усмотрению, обеспечивая их эффективное использование в интересах инвесторов. Косвенные инвестиции выступают в форме вложений в эмиссионные ценные бумаги других эмитентов в форме андеррайтинга.

Андеррайтинг — приобретение финансовым посредником новых эмиссионных ценных бумаг с целью последующей их продажи инвесторам мелкими партиями.

Е-четвертых, по периоду инвестирования вложения делят на краткосрочные (на срок до одного года) и долгосрочные (на срок свыше одного года). Последние выступают в форме капитальных и долгосрочных финансовых вложений.

В-пятых, по отношению к объекту вложения капитала выделяют внутренние и внешние инвестиции. Внутренние инвестиции представляют собой вложения капитала в активы самого предприятия-инвестора. Внешние — вложения капитала в реальные активы других организаций или финансовые инструменты сторонних эмитентов.

В-шестых, по формам собственности инвестиции систематизируют на частные, государственные, совместные и иностранные. Частные инвестиции представляют собой вложение средств в объекты предпринимательской деятельности юридических лиц негосударственной формы собственности, а также граждан. Государственные инвестиции выражают вложение капитала государственных унитарных предприятий, а также средств федерального и региональных бюджетов.

В-седьмых, по региональному признаку инвестиции классифицируют на вложения внутри страны и вложения за рубежом. Приоритетными для России являются вложения внутри страны.

В-восьмых, по степени взаимосвязанности инвестиции подразделяют на изолированные и зависящие от других факторов. Изолированные вложения не вызывают потребности в других инвестициях (например, капиталовложения по замене выбывающего оборудования). Зависимые от внешних факторов инвестиции — вложения, которые зависят от влияния производственной и социальной инфраструктуры, темпов инфляции и пр.

В-девятых, по характеру использования капитала в инвестиционном процессе выделяют первичные инвестиции, реинвестиции и деинвестиции. Первичные инвестиции представляют собой вложение капитала за счет собственных, заемных и привлеченных средств предприятия.

Реинвестиции выражают вторичное использование капитала в целях его повторного инвестирования посредством высвобождения денежных ресурсов в результате ранее осуществленных проектов и программ. Они связаны с развитием предприятия, то есть с расширением его производственного потенциала за счет ввода новых проектных мощностей и использования в производстве передовых технологий.

Деинвестиции — это вывод ранее инвестированного капитала из проектов и программ без последующего использования в инвестиционных целях.

В-десятых, по степени надежности инвестиции классифицируют на относительно надежные и рисковые. Наиболее рисковыми являются инвестиции в сфере научных исследований и разработок. Здесь трудно оценить потребность в ресурсах и будущие результаты. Различные формы финансовой поддержки данного вида инвестиций осуществляют из федерального бюджета и специальных государственных

внебюджетных фондов. Менее рисковыми являются вложения в отрасли (сферы бизнеса) с достаточно устойчивым рынком сбыта товаров и услуг. Самыми надежными в настоящее время в России считают инвестиции в отрасли топливно-энергетического комплекса в сфере импортозамещения.

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

1) отраслевой структуре (промышленность, сельское хозяйство, транспорт, связь, торговля);
2) технологической структуре;
3) воспроизводственной структуре;
4) назначению — по объектам производственного и социально-культурного назначения;
5) региональной структуре (по субъектам Российской Федерации).

Технологическая структура капитальных вложений характеризует соотношение между строительно-монтажными работами, приобретением оборудования и прочими капитальными затратами. Она представлена в табл. 2.1.

Из таблицы следует, что за период 1995–2004 гг. технологическая структура капитальных вложений существенно улучшилась, так как снизилась доля строительно-монтажных работ и повысился удельный вес оборудования, инструмента и инвентаря в общем объеме реальных инвестиций. Приведенные относительные показатели свидетельствуют о более благоприятной ситуации на рынке новой техники и повышении спроса на нее со стороны инвесторов-застройщиков.

Воспроизводственную структуру инвестиций в основной капитал характеризуют капитальные вложения, направляемые на новое строительство, расширение, реконструкцию, техническое перевооружение и поддержание мощностей действующих предприятий. Отнесение инвестиций в основной капитал к соответствующим направлениям воспроизводственной структуры производят по характеру строительства, который определен проектно-сметной документацией.

Во временном аспекте капитальные вложения подразделяют на:

1) текущие — они призваны поддерживать воспроизводственный процесс на действующем предприятии (например, замена физически и морально изношенного оборудования);

Таблица 2.1. Технологическая структура капиталовложения в России[1]

Показатель	Год					
	1990	1995	2000	2003	2004	2005
Инвестиции в основной капитал — всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
В том числе: строительно-монтажные работы	44,0	64,0	46,8	49,6	48,4	48,6
оборудование, инструмент, инвентарь	38,0	22,0	34,3	35,0	34,7	35,7
прочие капитальные работы и затраты	18,0	14,0	18,9	15,4	16,9	15,7

2) базовые — их направляют на расширение и реконструкцию действующих предприятий, на создание новых производств в той же, что и прежде, сфере деятельности и в том же регионе;

3) стратегические — их направляют на создание новых предприятий (филиалов, производств), приобретение целостных имущественных комплексов в иной сфере деятельности и иных регионах.

Наиболее высоким уровнем риска отличаются стратегические капиталовложения, а минимальным — текущие. Однако указанные капиталовложения необходимы предприятию для поддержания нормального процесса воспроизводства и сохранения конкурентоспособности продукции (услуг) на товарном рынке.

Контрольные вопросы

1. Раскройте характерные признаки реальных и финансовых инвестиций.
2. Назовите различия между валовыми и чистыми инвестициями.

[1] Источник данных: «Российский статистический ежегодник» за соответствующие годы.

3. Охарактеризуйте понятия «прямые» и «косвенные» инвестиции.
4. Приведите систематизацию инвестиций по характеру использования капитала в инвестиционном процессе.
5. Расскажите о классификации капитальных вложений.

2.4. Инвестиционная политика предприятия

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

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

Формирование инвестиционной политики предприятия представлено на рис. 2.1.

При ее разработке необходимо предусмотреть:

- достижение экономического, научно-технического и социального эффекта от рассматриваемых мероприятий — для каждого объекта инвестирования используют специфические методы оценки эффективности, а затем отбирают те проекты, которые при прочих равных условиях обеспечивают предприятию максимальную эффективность (рентабельность) инвестиций;
- получение предприятием наибольшей прибыли на вложенный капитал при минимальных инвестиционных затратах (капиталовложениях);
- рациональное распоряжение средствами на реализацию неприбыльных инвестиционных проектов, то есть снижение расходов на достижение соответствующего социального, научно-технического и экологического эффекта реализации данных проектов;

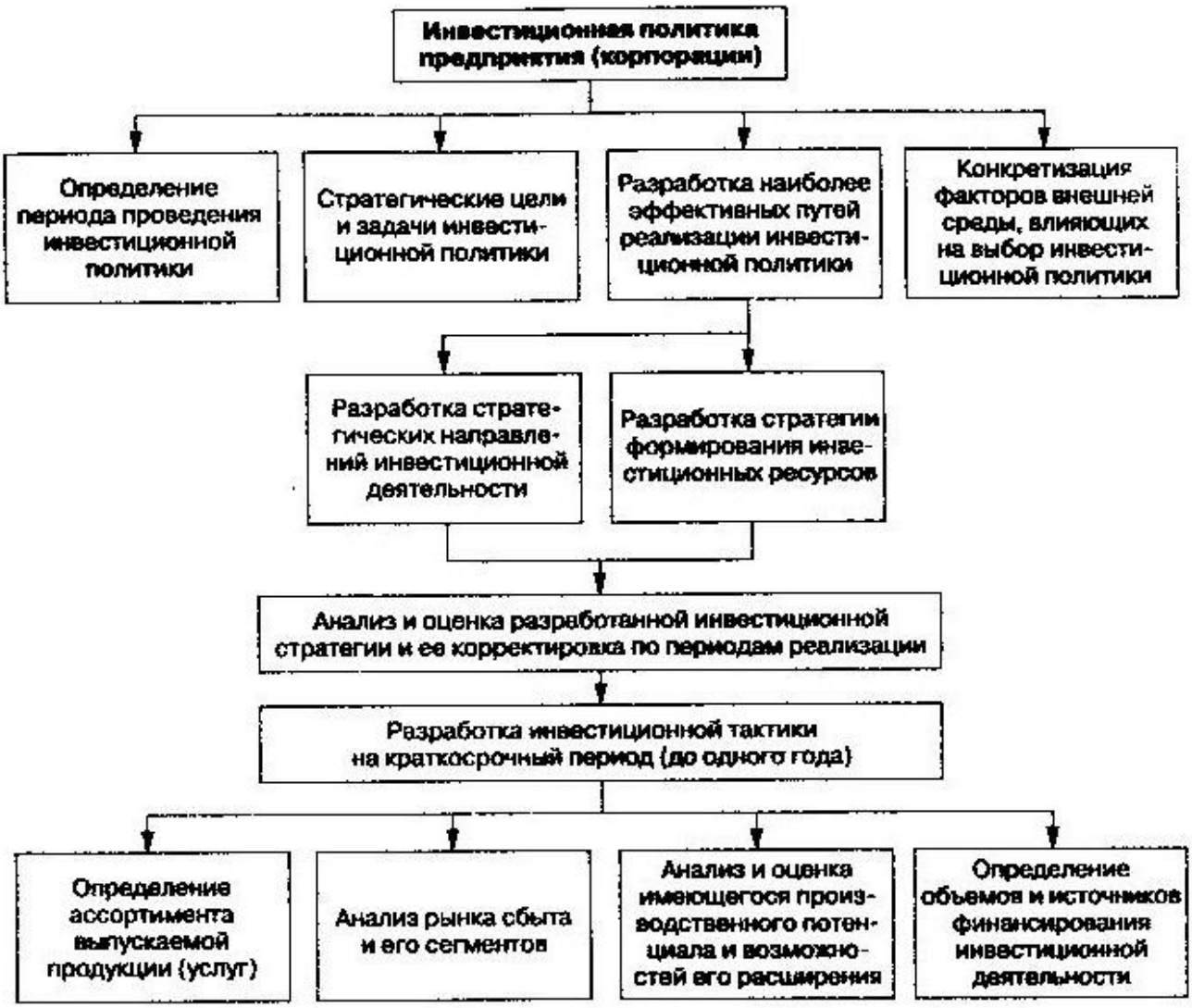

Рис. 2.1. Содержание и основные этапы формирования инвестиционной политики предприятия (корпорации)

- использование предприятием для повышения эффективности инвестиций государственной поддержки в форме бюджетных кредитов, гарантий Правительства РФ, налоговых льгот, предоставляемых органами представительной и исполнительной власти субъектов РФ, и т. д.;
- привлечение льготных кредитов международных финансово-кредитных организаций и частных иностранных инвесторов;
- минимизацию инвестиционных рисков, связанных с выполнением конкретных проектов;
- обеспечение ликвидности долгосрочных инвестиций, то есть снижение периода их окупаемости;

- соответствие мероприятий, которые предусмотрено осуществить в рамках инвестиционной политики, законодательным и нормативным актам РФ, регулирующим инвестиционную деятельность.

Влияние коммерческих рисков (строительных, производственных, маркетинговых и пр.) может быть оценено через вероятное изменение ожидаемой доходности инвестиционных проектов и соответствующее снижение их эффективности. Такие риски поддаются снижению посредством самострахования (создания инвесторами финансовых резервов), диверсификации инвестиционного портфеля, лимитирования, приобретения дополнительной информации о предмете инвестирования и др. От некоммерческих рисков (стихийных бедствий, аварий, беспорядков) защищают гарантии Правительства РФ и страхование реальных инвестиций.

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

При разработке инвестиционной политики учитывают следующие факторы:

- финансовое состояние предприятия (устойчивое, неустойчивое, кризисное);
- технический уровень производства, наличие незавершенного строительства и не установленного оборудования;
- возможность получения оборудования по лизингу;

- наличие собственных финансовых ресурсов, возможности получения недорогих кредитов и займов;
- конъюнктуру рынка капитала;
- льготы, получаемые инвестором от государства;
- коммерческую и бюджетную эффективность намечаемых к реализации инвестиционных проектов;
- условия страхования и получения гарантий от некоммерческих рисков;
- налоговое окружение — налоги и другие обязательные платежи;
- условно-постоянные и условно-переменные издержки предприятия, в том числе на производство и сбыт продукции;
- цены на продукцию и выручку от продаж.

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

При оценке рынка продукции принимают во внимание:

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

Потребность в инвестиционных ресурсах должна соответствовать затратам, которые предприятие может понести с начала реализации инвестиционной политики. Стоимость объектов незавершенного строительства, оплаченного неустановленного оборудования, иные капитальные затраты истекших лет не включают в общий объем капиталовложений предстоящего финансового года.

При разработке инвестиционной политики рекомендуют определять общий объем капиталовложений, способы рационального использования собственных средств и возможности привлечения

дополнительных финансовых ресурсов с финансового рынка. Инвестиционные проекты в рамках долгосрочной стратегии предприятия целесообразно согласовывать между собой по объемам выделяемых ресурсов и срокам реализации, исходя из достижения максимального общего экономического эффекта (дохода или прибыли) в процессе осуществления инвестиционной политики. Среднесрочную инвестиционную политику разрабатывают на период один — три года, а долгосрочную — на длительную перспективу (свыше трех лет).

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

- мотивация инвестиционной деятельности;
- программирование инвестиций (программа развития предприятия);
- обоснование целесообразности выбранной инвестиционной программы (оценка эффективности, рисков, ресурсного обеспечения);
- страхование реальных инвестиций;
- регулирование инвестиционного процесса;
- планирование инвестиций (составление ТЭО, бизнес-плана проекта);
- финансовое обеспечение инвестиционной деятельности (разработка капитального бюджета);
- проектирование (разработка проектно-сметной документации по отдельным объектам);
- обеспечение реальных инвестиций (капиталовложений) материально-техническими ресурсами;
- освоение реальных инвестиций (процесс производства строительно-монтажных работ);
- мониторинг процесса освоения реальных инвестиций (оперативное управление строительным циклом);
- сдача готовых объектов в эксплуатацию;
- освоение проектных мощностей;
- оценка результатов инвестирования (эффективности реализованных инвестиционных проектов).

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

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

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

Контрольные вопросы

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

2.5. Инвестиции как объект правового регулирования

Участие государства в регулировании инвестиционной деятельности выражается в следующем.

1. Государство выступает в качестве системообразующего института, так как формирует единую правовую и нормативную базу для всех участников инвестиционной деятельности, включая и реализацию реальных проектов.

2. Оно само является субъектом инвестиционного процесса, выделяя бюджетные средства на конкурсной основе непосредственным заказчикам проектов. Следует иметь в виду, что государство не преследует в качестве основной цели инвестиционной деятельности получение максимальной прибыли от

реальных проектов, на финансирование которых направляет бюджетные средства. При принятии инвестиционных решений государство руководствуется иными принципами, чем коммерческие организации, при оценке эффективности проектов (например, достижение максимальной социальной и экологической эффективности).

3. Государство определяет стратегию поведения инвесторов на рынке инвестиционных товаров, а также объем и структуру бюджетных инвестиций.

Исходя из состояния экономики (уровня инфляции, дефицита (профицита) федерального и региональных бюджетов, структуры производства, платежеспособного спроса населения на товары и услуги и иных факторов), применяют те или иные концепции регулирования рынка инвестиционных товаров. При этом любая концепция базируется на целевых установках двух уровней: конечных целях (рост ВВП, увеличение занятости населения, снижение темпов инфляции до 3–5 % в год) и промежуточных целях (соотношение между спросом и предложением на капитал, процентные ставки по кредитам и депозитам, динамика денежной массы, находящейся в обращении). Конечные (стратегические) цели определяют степень воздействия данной формы финансовой и денежно-кредитной политики на эффективность производства. Промежуточные цели служат в качестве ориентиров регулирования пропорций между спросом и предложением на ресурсы и капитал в финансовой и денежно-кредитной сферах экономики.

Законодательные основы политики инвестирования закреплены Федеральным законом от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» и Законом от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации», регулирующими инвестиционную деятельность в различных формах.

Если рассмотреть данные законодательные акты с позиции их соответствия рыночным условиям, то можно отметить следующие особенности.

1. Расширительную трактовку реальных инвестиций и инвестиционной деятельности как вложения инвестиций для осу-

ществления практических действий с целью получения прибыли или иного полезного эффекта.

2. Четкую и конкретную формулировку основных понятий, характеризующих инвестиционную сферу, что создает единую терминологию, необходимую для ее изучения (например, капитальные вложения, инвестиционный проект, приоритетный инвестиционный проект, субъекты и объекты инвестиционной деятельности).
3. Легализацию сферы негосударственного инвестирования, функционирующую на основе договоров между субъектами инвестиционной деятельности (застройщиками, проектировщиками, подрядчиками).
4. Широкий перечень мер государственного регулирования инвестиционной деятельности, включая экономические и административные методы управления.
5. Порядок принятия решений об осуществлении государственных капитальных вложений и контроль за целевым использованием средств, выделяемых на их финансирование из федерального и региональных бюджетов.
6. Комплексный характер защитных мер и гарантий государства в области инвестирования, в том числе для иностранных инвесторов.

Законодательные основы политики инвестирования регулируют инвестиционную деятельность хозяйствующих субъектов в различных формах (табл. 2.2).

Таблица 2.2. Формы государственного регулирования инвестиционной деятельности предприятий

№ п/п	Наименование форм регулирования
1	Создание благоприятных экономических условий для развития инвестиционной деятельности
1.1	Налоговая политика (налоговые льготы)
1.2	Амортизационная политика (применение способов ускоренной амортизации)
1.3	Расширение использования средств граждан и других внебюджетных источников

Таблица 2.2. Продолжение

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

Первый блок. Создание благоприятных экономических условий для развития инвестиционной деятельности заключается во взвешенной налоговой, амортизационной и кредитной политике. Данная политика в сфере инвестирования включает совершенствование налогов (прямых и косвенных), установление субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуального характера, применение способов ускоренной амортизации основных средств.

Второй блок. Прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, находит выражение в разработке, утверждении и финансировании проектов, осуществляемых за счет бюджетных средств. Формирование перечня строек и объектов нового строительства и технического перевооружения для федеральных государственных нужд и финансирование их за счет средств федерального бюджета осуществляет Правительство РФ. Начиная с 2006 г. предусмотрено формирование Инвестиционного фонда РФ. За счет средств данного фонда осуществляют государственную поддержку инвестиционных проектов, имеющих федеральное значение и осуществляемых на условиях государственно-частного партнерства. Государственную поддержку для реализации инвестиционного проекта за счет средств фонда предоставляют на плановый период его реализации с продолжительностью не более пяти лет.

Третий блок. Иные формы государственного регулирования инвестиционной деятельности включают экспертизу проектов и защиту прав субъектов данной деятельности. Защита прав субъектов инвестиционной деятельности выражается в следующем:

- обеспечении равных прав при осуществлении данной деятельности;
- гласности при обсуждении инвестиционных проектов;
- праве обжалования в судебном порядке любых решений органов государственной власти и должностных лиц, противоречащих законным интересам инвесторов (юридических лиц и граждан).

Страхование инвестиций, осуществляемых в форме капиталовложений, производят в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Контрольные вопросы

1. Назовите формы участия государства в регулировании инвестиционной деятельности.
2. Приведите основные концепции регулирования рынка инвестиционных товаров.
3. Раскройте содержание прямого участия государства в регулировании инвестиций.

Глава 3
Методы анализа и оценки эффективности инвестиционных проектов

Прочитав данную главу, вы сможете:

- определить цель и задачи управления портфелем инвестиционных проектов;
- ознакомиться с содержанием бизнес-плана инвестиционного проекта;
- дать характеристику основным принципам и критериям принимаемых инвестиционных решений;
- охарактеризовать денежные потоки инвестиционного проекта;
- изучить различные методы оценки эффективности проектов;
- проводить сравнительный анализ эффективности различных проектов;
- ознакомиться с основными методами оценки проектных рисков.

3.1. Правила инвестирования

К наиболее важным условиям успеха во всех формах инвестирования относят:

- сбор необходимой информации;
- прогнозирование перспектив рыночной конъюнктуры по интересующим инвестора объектам;
- выбор стратегии поведения на рынке инвестиционных товаров;
- гибкую текущую корректировку инвестиционной тактики, а часто и стратегии.

Выбор наиболее эффективного способа инвестирования начинают с четкого определения возможных вариантов. Альтернативные проекты поочередно сравнивают друг с другом и выбирают наилучший из них с точки зрения доходности, безопасности и надежности. При решении вопроса об инвестировании целесообразно определить, куда выгоднее вкладывать капитал: в производство, недвижимость, приобретение товаров для перепродажи, ценные бумаги или в валюту. Поэтому при инвестировании рекомендуют соблюдать следующие выработанные практикой правила (принципы).

1. Принцип финансового соотношения сроков («золотое банковское правило») гласит: получение и расходование средств должны происходить в установленные сроки, а капитальные вложения с длительными сроками окупаемости целесообразно финансировать за счет долгосрочных заемных средств (банковских кредитов и облигационных займов с длительными сроками погашения).
2. Принцип сбалансированности рисков — особенно рисковые инвестиции целесообразно финансировать за счет собственных средств (чистой прибыли и амортизационных отчислений). В данном случае предприятие соблюдает принцип самофинансирования и не связывает себя дополнительными долговыми обязательствами.
3. Правило предельной рентабельности — рекомендуют выбирать такие капитальные вложения, которые обеспечивают инвестору достижение максимальной (предельной) доходности при допустимом уровне риска.
4. Чистая прибыль от данного вложения капитала должна превышать ее величину от помещения денежных средств на банковский депозит, то есть:

$$Р_и > С_{дп},$$

где РИ — рентабельность инвестиций, %;

$С_{дп}$ — ставка депозитного процента, учитывающая темп инфляции.

$$Р_и = \frac{ЧП}{И} \times 100,$$

где ЧП – чистая прибыль (после налогообложения), полученная от инвестирования средств в конкретный проект; И – объем инвестированных средств (капиталовложений).

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

$$Р_и > Т_и,$$

где $Т_и$ – среднегодовой темп инфляции, %.

6. Рентабельность конкретного инвестиционного проекта с учетом фактора времени (временной стоимости денег) всегда больше доходности альтернативных проектов. В ином случае данное вложение капитала невыгодно для инвестора, так как не принесет ему дополнительного дохода в форме желаемой прибыли.

7. Рентабельность активов предприятия после реализации проекта возрастает и в любом случае превышает среднюю ставку банковского процента по заемным средствам:

$$Р_а > \overline{СП};\ Р_а = \frac{ЧП}{\overline{А}} \times 100,$$

где $Р_а$ – рентабельность активов, %; $\overline{СП}$ – средняя ставка банковского процента на кредитном рынке, %; ЧП – сумма чистой прибыли, полученная от реализации проекта; $\overline{А}$ – средняя стоимость активов предприятия в расчетном периоде.

8. Рассмотренный и принятый к реализации проект должен соответствовать стратегии поведения предприятия на товарном рынке с точки зрения формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроков окупаемости капитальных затрат, наличия финансовых источников покрытия издержек производства и обращения и обеспечения стабильности поступления доходов (выручки от продаж) в течение периода эксплуатации проекта.

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

1) рискованность проектов – чем выше срок окупаемости капитальных затрат, тем выше инвестиционный риск;

2) временную стоимость денег, так как с течением времени деньги теряют свою ценность вследствие инфляции;
3) привлекательность проекта по сравнению с альтернативными вложениями капитала с точки зрения максимизации дохода и роста курсовой стоимости акций компании при минимальном уровне риска, так как эта цель для инвестора определяющая.

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

Контрольные вопросы

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

3.2. Содержание, цель и задачи управления портфелем инвестиционных проектов

Инвестиционный портфель представляет собой набор входящих в него реальных проектов и программ, принятых к рассмотрению на предмет реализации. Ключевая цель управления им состоит в наиболее эффективной реализации инвестиционной стратегии предприятия на различных этапах его развития. Формируя портфель, инвестор должен найти ответы на следующие вопросы в рамках выбранной им инвестиционной стратегии.

1. Какие конкретные проекты следует принять предприятию?
2. Какой общий объем капитальных вложений необходимо предусмотреть в инвестиционном плане и бюджете на предстоящий финансовый год?
3. Из каких источников можно финансировать инвестиционный портфель предприятия и какова цена их привлечения?

Ответы на данные вопросы тесно связаны. Проблема сводится к обычному решению: какие виды капитальных затрат следует финан-

сировать из имеющихся внутренних источников средств, а какие — из внешних источников (заемных и привлеченных). Объем мобилизации последних находится под контролем руководства предприятия. Поэтому решение о выборе инвестиционного проекта и источниках его финансирования в идеальном случае принимают одновременно. Аналогично критерий отбора проекта не может быть установлен без учета стоимости капитала (собственного и привлеченного с финансового рынка), необходимого для его реализации. Анализ эффективности сформированного инвестиционного портфеля позволяет дать ответы на указанные выше вопросы.

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

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

В процессе достижения ключевой цели инвестиционной деятельности решают ряд задач.

Во-первых, повышение темпов экономического развития предприятия. Между эффективностью инвестиционной политики и темпами экономического развития предприятия существует прямая связь. Чем выше объем продаж и прибыли, тем больше при прочих равных условиях остается средств на капиталовложения. На практике это условие не всегда соблюдается. Многое зависит от цен на приобретаемые материально-технические ресурсы, уровня налогообложения прибыли, средней процентной ставки за кредит на рынке ссудного капитала, принятой предприятием нормы распределения чистой прибыли на выплату дивидендов и развитие производства, от иных факторов.

Если эти факторы в период реализации инвестиционной политики относительно стабильны, тогда при увеличении объема продаж предприятие сможет оставить в своем распоряжении бóльшую массу чистой прибыли и направить ее на цели накопления основного капитала, то есть на капиталовложения.

Во-вторых, максимизация прибыли (дохода) от инвестиционной деятельности. Возможности экономического развития предприятия зависят от объемов не бухгалтерской, а чистой прибыли, остающейся после налогообложения. Поэтому при наличии в портфеле нескольких инвестиционных проектов рекомендуют выбирать проект, который обеспечивает инвестору наибольшую норму чистой прибыли на вложенный капитал. В инвестиционном анализе для оценки эффективности инвестиций используют не только показатель чистой прибыли, но и амортизационные отчисления, то есть учитывают весь денежный поток, генерируемый проектом.

В-третьих, минимизация рисков. Инвестиционные риски многообразны и сопутствуют всем видам инвестирования. При неблагоприятных условиях они могут вызвать потерю не только прибыли (дохода), но и всего инвестированного капитала или его части. Поэтому рекомендуют ограничивать воздействие данных рисков путем отказа от реализации наиболее рисковых проектов. Во многих случаях инвесторы фактически игнорируют риск, по крайней мере, при формальном анализе проекта. Результаты анализа часто принимают форму однозначных оценок, а риск учитывают интуитивно. Например, проект обещает принести его инициатору чистый дисконтированный доход за год в сумме 30 млн руб., однако его отвергают, так как при обсуждении руководство предприятия пришло к выводу, что проект слишком рискованный. Сущность однозначного подхода заключается в том, что не делают реальных попыток количественной оценки проектного риска (например, с помощью расчета разброса ожидаемого дохода от проекта при различных сценариях его реализации). Такой подход мог бы быть оправданным, если ничего нельзя было сделать, кроме однозначного прогноза. Например, использование подобного прогноза могло бы быть желательным, если бы дирекция предприятия не имела реального представления о величине и возможном направлении отклонений от ее оценок. Часто руководство предприятия имеет особое мнение по поводу рискованности проекта, отличное от мнения его

инициатора. Включение этого мнения в оценку проекта может обеспечить лучшее решение хотя бы потому, что оно позволит инициатору проекта рассмотреть больший объем относящейся к нему информации. Кроме того, процесс формирования такой информации может заставить руководство предприятия подходить к принятию инвестиционных решений с более реальных позиций.

Главный недостаток метода однозначной оценки состоит в том, что он не дает наиболее вероятного значения результата проекта. Данный недостаток заставляет многих руководителей искать другие методы оценки неопределенности (например, методы математической статистики, аналогов и др.).

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

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

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

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

В-пятых, ускорение реализации инвестиционных проектов. Намечаемые к реализации проекты должны быть выполнены как можно быстрее (конечно, без потери их качества), поскольку тем самым достигается:

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

Все перечисленные задачи управления инвестиционным портфелем тесно взаимосвязаны. Так, высоких темпов развития предприятия можно достичь за счет подбора высокодоходных проектов и ускорения их реализации. В свою очередь, максимизация прибыли (дохода) от реальных инвестиций сопровождается ростом проектных рисков, что требует их нейтрализации. Минимизация данных рисков выступает важнейшим условием обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в процессе инвестиционной деятельности.

Следовательно, приоритетной задачей управления инвестиционным портфелем является не максимизация прибыли от проектов,

а обеспечение высоких темпов экономического развития предприятия при достаточной его финансовой стабильности.

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

- исследование внешней инвестиционной среды и прогноз конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров;
- разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности предприятия;
- определение стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранной стратегии;
- поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных проектов по критериям доходности, безопасности и окупаемости капитальных затрат и отбор наиболее приоритетных из них;
- формирование инвестиционного портфеля и его анализ по выбранным критериям эффективности;
- текущее планирование и оперативное управление процессом реализации проектов (разработка календарных планов, графиков производства работ и бюджетов);
- подготовка решений о выходе из неэффективных проектов и реинвестировании высвобождающегося капитала.

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

Контрольные вопросы

1. Приведите определение инвестиционного портфеля предприятия.
2. Назовите основные задачи, решаемые при управлении портфелем реальных инвестиций.
3. Раскройте взаимосвязь задач, решаемых при управлении инвестиционным портфелем.

3.3. Классификация инвестиционных проектов

Инвестиционный проект — основной документ, определяющий необходимость проведения капитального инвестирования, в котором в общепринятой последовательности разделов излагают ключевые характеристики проекта и финансово-экономические показатели, связанные с его реализацией.

Для таких форм реального инвестирования, как замена отдельных видов оборудования на новые их виды, приобретение нематериальных активов, которые не требуют больших капиталовложений, обоснование этих мероприятий носит форму внутреннего документа (заявки, докладной записки), где излагают мотивацию, объектную направленность, потребность в финансировании, а также ожидаемый результат инвестирования.

Для таких форм реальных инвестиций, как новое строительство, расширение и реконструкция предприятия, требования к подготовке инвестиционных проектов значительно возрастают в связи с высокой их капиталоемкостью. Ужесточение требований к таким проектам связано также с дефицитом собственных финансовых ресурсов и необходимостью привлекать заемные источники (в форме кредитов и займов). Поэтому любой крупный сторонний инвестор или кредитор должны убедиться в целесообразности вложения своего капитала в данный конкретный проект.

Составляемые в процессе реального инвестирования инвестиционные проекты систематизируют по следующим признакам.

1. По целям инвестирования — проекты, обеспечивающие прирост объема производимой продукции, обновление ее ассортимента и повышение качества, а также решение социальных, экологических и других приоритетных задач.

2. По характеру денежных потоков — проекты с ординарными (повторяющимися) и неординарными денежными потоками.

3. По функциональной направленности — проекты развития, поглощения и слияния сторонних компаний.

4. По совместимости реализации — независимые от осуществления других проектов, зависимые от реализации других

проектов (альтернативные), исключающие реализацию иных проектов данного предприятия.

5. По срокам реализации — краткосрочные (с периодом осуществления до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 3 лет), долгосрочные (свыше 3 лет).
6. По объему необходимых финансовых источников — небольшие проекты (до $1 млн), средние (от $1 млн до $10 млн), крупные (более $10 млн).
7. По выбранной схеме финансирования — проекты, финансируемые за счет собственных источников (чистой прибыли и амортизационных отчислений); проекты, финансируемые за счет привлеченных с рынка капитала источников; проекты со смешанными (комбинированными) источниками финансового обеспечения.

Исходя из приведенных классификационных признаков проектов предъявляют неодинаковые требования к их реализации. Так, для небольших проектов, финансируемых за счет внутренних источников, финансово-экономические расчеты выполняют по сокращенному кругу разделов и показателей. Для средних и крупных проектов целесообразно детальное обоснование технико-экономических показателей по отечественным и международным стандартам.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение инвестиционного проекта.
2. Для каких форм реального инвестирования не требуется разработка инвестиционного проекта?
3. Расскажите о систематизации проектов по характерным для них признакам.

3.4. Бизнес-план инвестиционного проекта

Для определения состава и сроков осуществления различных мероприятий в рамках инвестиционной политики предприятия и обеспечения их финансовыми ресурсами разрабатывают бизнес-планы

инвестиционных проектов, которые после проведения экспертизы утверждаются его дирекцией и служат руководством для практической деятельности.

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

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

Главное здесь состоит в том, что в бизнес-плане во всех случаях дают обоснование инвестиций в реальные активы — здания, сооружения, машины, оборудование. При его разработке руководствуются принципами комплексности и системности. Комплексность означает полноту содержащейся в бизнес-плане информации (экономической, технической, маркетинговой, правовой, финансовой). Системность предполагает ее изложение по определенной схеме (системе, построенной в соответствии с внутренней логикой описания проекта и доказательством эффективности его реализации потенциальным инвестором).

Слово «бизнес» выражает учет рыночного окружения производственно-коммерческой деятельности предприятия, реализующего инвестиционный проект.

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

- масштабе производственно-коммерческой деятельности;

- сырьевом, техническом и кадровом обеспечении своего проекта;
- объеме необходимых капитальных вложений и сроках их возврата;
- финансовых ресурсах, привлекаемых для реализации проекта;
- рисках, связанных с данным проектом, и способах защиты от них.

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

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

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

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

Такую оценку осуществляют по данным бухгалтерской отчетности за предшествующий период (2–3 года) с помощью стандартных финансовых коэффициентов — платежеспособности, ликвидности, оборачиваемости активов и рентабельности активов, собственного капитала и продаж. Методика такого анализа изложена в специальной

литературе[1]. По результатам анализа финансово-экономического состояния предприятия другие инвесторы (коммерческие организации, кредитующие банки, лизингодатели, органы государственного управления) принимают решения об участии в проекте или о финансовой поддержке инициатора проекта. При оценке финансового состояния предприятия учитывают также его кредитную историю. Если проект предполагает создание нового юридического лица в форме акционерного общества, то необходима предварительная информация об его акционерах и размере намечаемого акционерного капитала.

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

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

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

[1] Бочаров В. В. Комплексный финансовый анализ. — СПб.: Питер, 2005.

Бизнес-план инвестиционного проекта может иметь следующую примерную структуру:

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

Финансовый план является одним из ключевых разделов бизнес-плана[1]. К его разработке следует подойти особенно тщательно, так как он помогает ответить на главный вопрос, интересующий инвестора: когда и в каких формах будет обеспечен возврат инвестируемого капитала?

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

- сальдо производственно-сбытовой деятельности — сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений по годам;
- сальдо инвестиционной деятельности образуется вычитанием полного объема инвестиций из инвестируемых собственных

[1] Остальные разделы бизнес-плана подробно освещены в специальной литературе по бизнес-планированию.

средств предприятия (кроме реинвестируемой чистой прибыли и амортизации);

- сальдо финансовой деятельности равно разности между суммой заемных средств (включая продажу акций, выпускаемых для реализации проекта) и суммой средств, необходимых для погашения долга, уплаты процентов кредиторам и выплаты дивидендов акционерам.

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

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

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

Стратегия финансирования инвестиционного проекта завершает изложение финансового раздела бизнес-плана. Реальные проекты в рамках инвестиционной политики предприятия целесообразно согласовать между собой по объемам выделяемых финансовых ресурсов и срокам реализации исходя из критерия достижения максимального общего экономического эффекта, получаемого в процессе инвестирования.

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

- из свободных денежных средств, находящихся на счетах предприятия в банках к началу реализации инвестиционных проектов;

- части дохода в форме чистой прибыли и амортизации, реинвестируемой в процессе осуществления инвестиционных проектов;

- денежных средств от реализации выбывшего и излишнего имущества и недоамортизированных основных средств предприятия при перепрофилировании его производства;
- средств, полученных от дополнительной эмиссии акций предприятия, и др.

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

Оценку результативности затрат, осуществляемых в ходе реализации проекта, производят по показателям коммерческой и бюджетной эффективности. Важнейшими характеристиками коммерческой эффективности проектов являются их доходность и срок (период) окупаемости капитальных затрат (в годах или месяцах), а бюджетной эффективности — отношение объема поступлений в бюджет к объему ассигнований из бюджета соответствующего уровня.

Срок окупаемости собственных средств, направляемых на финансирование проекта, равен периоду от начала предоставления средств до момента, когда объем собственных средств сравняется с накопленной суммой амортизации и остатка прибыли (после уплаты налогов, погашения кредитов, выплаты процентов по ссудам и дивидендов по акциям). Срок окупаемости инвестиционного проекта в целом (затрат за счет всех источников финансирования) равен периоду от начала инвестирования до момента, когда объем капиталовложений сравняется с суммарным объемом амортизационных отчислений и чистой прибыли.

В случае привлечения различных источников финансирования объектов, возводимых в рамках инвестиционной программы предприятия, предусматривают приемлемое для всех партнеров (участников) распределение платежей на протяжении периода реализации проектов. В случае привлечения заемных средств обеспечивают минимальные процентные ставки и максимальные сроки их погашения.

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

Контрольные вопросы

1. Назовите основные параметры, используемые при разработке бизнес-плана проекта.
2. Какие разделы входят в состав бизнес-плана проекта?
3. Охарактеризуйте финансовый план проекта.
4. Что вы понимаете под стратегией финансирования проекта?
5. Приведите основные параметры коммерческой и бюджетной эффективности проекта.

3.5. Средневзвешенная стоимость капитала и ее использование в инвестиционных расчетах

Любому предприятию необходимы денежные средства, чтобы финансировать свою производственно-коммерческую деятельность. Пассивы (капитал) служат источником покрытия активов (имущества) предприятия. Исходя из продолжительности функционирования их классифицируют на краткосрочные и долгосрочные.

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

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

Общую величину средств, которые следует уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженную в процентах к этому объему, называют ценой капитала. В идеальном случае предполагают, что оборотные активы финансируют за счет краткосрочных обязательств, а внеоборотные — за счет долгосрочных обязательств. Тем самым оптимизируют общую сумму затрат на привлечение различных источников.

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

На практике различают два понятия.

1. Цена капитала данного предприятия.
2. Цена действующего предприятия в целом как субъекта хозяйствования на рынке капитала.

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

Основная сложность заключается в определении стоимости единицы капитала, полученного за счет конкретного источника средств. Для некоторых источников цену капитала можно установить достаточно точно (например, цена акционерного капитала, банковского кредита, облигационного займа). По другим источникам средств выполнить такие расчеты довольно сложно (например, по нераспределенной прибыли, кредиторской задолженности).

По внешнему признаку нераспределенная прибыль кажется бесплатным источником финансирования, но это не так. Нераспределенная прибыль принадлежит собственникам (акционерам) предприятия. Именно они решают, вложить ли ее в производство или направить на выплату дивидендов. Поэтому нераспределенную прибыль следует рассматривать как элемент капитала, вкладывая в который свои деньги, акционеры хотели бы получить дополнительный доход. Поэтому стоимость нераспределенной прибыли совпадает с ценой капитала, полученного от размещения обыкновенных акций. Предприятие-эмитент несет дополнительные затраты, связанные с выпуском и размещением

нового пакета обыкновенных акций. При мобилизации внутреннего источника финансирования в форме нераспределенной прибыли такие затраты отсутствуют.

Тогда можно записать:

$$Ц_{НП} = Ц_{ОА},$$

где $Ц_{НП}$ – цена (стоимость) нераспределенной прибыли; $Ц_{ОА}$ – цена (стоимость) привлечения акционерного капитала в форме дополнительной эмиссии обыкновенных акций. Зная даже ориентировочную цену капитала, можно осуществлять сравнительный анализ эффективности авансированных средств, включая оценку инвестиционных проектов.

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

1) акционерного капитала, состоящего из стоимости обыкновенных и привилегированных акций (префакций);
2) облигационных займов;
3) банковских кредитов;
4) кредиторской задолженности и др.

Стандартная формула для вычисления ССК следующая:

$$ССК = \sum_{i=1}^{n} Ц_i \times У_i,$$

где $Ц_i$ – цена i-го источника средств, %; $У_i$ – удельный вес i-го источника средств в общем объеме капитала, доли единицы; n – количество привлекаемых источников средств ($i = 1, 2, 3, \ldots n$).

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

Таблица 3.1. Расчет ССК по акционерной компании

Наименование источника средств	Средняя стоимость источника для компании, среднегодовой процент	Удельный вес источника в пассиве баланса
Обыкновенные акции	16	0,50
Привилегированные акции	12	0,10
Корпоративные облигации	10	0,05
Долгосрочный банковский кредит	15	0,15
Кредиторская задолженность	5	0,20
Итого	—	1,0

ожидаемая норма прибыли (рентабельность инвестиций) должна быть выше, то есть $Р_и > СП$.

ССК используют в инвестиционном анализе при отборе проектов к реализации следующим образом.

1. Для дисконтирования денежных потоков с целью вычисления чистого приведенного эффекта (ЧПЭ) проектов. Если ЧПЭ > 0, то проект допускают к дальнейшему рассмотрению, при ЧПЭ ⩽ 0, его отвергают.
2. При сопоставлении с внутренней нормой доходности (ВНД) проекта.

Если ВНД > ССК, то проект может быть реализован как обеспечивающий интересы инвесторов и кредиторов. При условии ВНД = = ССК предприятие безразлично к данному проекту. При условии ВНД < ССК проект отвергают. Расчет ССК приведен в табл. 3.1.

Из ее данных следует, что ССК = 12,95% (16 × 0,5 + 12 × 0,1 + 10 × × 0,05 + 15 × 0,15 + 20 × 0,05).

Учетная ставка Центрального банка России в IV квартале 2006 г. составляла 11,5%. Следовательно, привлечение капитала в указанных выше пропорциях для компании невыгодно, так как ССК > СП (12,95% > 11,5%).

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

Контрольные вопросы

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

3.6. Принципы принятия долгосрочных инвестиционных решений

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

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

Первый принцип оценки заключается в сравнении суммы инвестиционных затрат с объемами и сроками возврата вложенного капитала. На основе этого общего принципа формируют систему показателей эффективности. Их определяют путем сравнения финансового результата с затратами или использованными ресурсами на осуществление любого мероприятия (хозяйственной операции). Применительно к инвестиционной деятельности обычно сопоставляют прямой и возвратный денежные потоки. Прямой денежный поток включает объем капиталовложений в данный проект. Обратный денежный поток состоит из денежных поступлений от проекта в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений. Показатель обратного денежного потока можно применять для оценки результативности проекта с дифференциацией по годам или по отдельным шагам расчетного периода.

Вторым принципом оценки является обязательное приведение к настоящей стоимости как суммы инвестиционных затрат – капиталовложений (за исключением первого этапа), так и величины обратного

денежного потока. Это связано с тем, что процесс инвестирования осуществляют не одномоментно, а в течение ряда этапов (лет), отражаемых в бизнес-плане проекта. Аналогично следует приводить к настоящей стоимости (к начальному моменту) и сумму обратного денежного потока по отдельным периодам (годам) его формирования.

Третий принцип оценки состоит в выборе дифференцированного процента (дисконта) в процессе дисконтирования прямого и обратного денежных потоков для различных инвестиционных проектов. Размер дохода от реальных инвестиций (в форме чистых денежных поступлений) образуется с учетом следующих факторов:

- выбранной реальной дисконтной ставки (ставки дисконтирования), учитывающей темп инфляции, степень риска и уровень ликвидности инвестиций (срок их окупаемости);
- суммы будущих денежных поступлений от проекта;
- периода эксплуатации объекта реального инвестирования (количества лет).

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

- среднюю депозитную или кредитную ставку (по рублевым или валютным кредитам);
- среднюю норму доходности по облигациям федеральных и субфедеральных займов;
- индивидуальную норму доходности (прибыльности), которая требуется инвестору с учетом темпа инфляции, уровня риска и ликвидности инвестиций;
- среднюю взвешенную стоимость капитала (WACC);
- норму доходности по текущей (операционной) деятельности (например, рентабельность активов, собственного капитала, продаж);
- альтернативную норму доходности по другим аналогичным проектам.

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

В российской инвестиционной практике различают следующие нормы дисконта:

- коммерческую;
- участника проекта;
- социальную;
- бюджетную.

Коммерческую норму дисконта используют при оценке коммерческой эффективности проекта (его прибыльности). Ее определяют с учетом альтернативной (связанной с другими проектами) эффективности использования капитала. Коммерческая эффективность проекта учитывает финансовые последствия его осуществления для участника в предположении, что он производит все необходимые для его реализации затраты и пользуется всеми его результатами.

Норма дисконта участника проекта выражает эффективность участия в нем других предприятий. При отсутствии четких предпочтений в качестве нее можно использовать коммерческую норму дисконта. Эффективность участия в проекте устанавливают с целью проверки его реализуемости и заинтересованности в нем всех участников. Эффективность участия в проекте включает:

- заинтересованность предприятий в его реализации;
- эффективность инвестирования в акции предприятия — инициатора проекта;
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня (федеральных и региональных органов исполнительной власти).

Социальную (общественную) норму дисконта используют при расчетах показателей народно-хозяйственной эффективности проекта. Она характеризует минимальные требования государства к его общественной эффективности.

Социальную норму дисконта определяют федеральные органы исполнительной власти и считают ее национальным параметром.

Бюджетную норму дисконта используют при расчетах показателей проектов, финансируемых за счет федерального и регионального

бюджетов. Ее устанавливают органы федеральной и региональной власти, по заданию которых оценивают бюджетную эффективность инвестиционных проектов.

Контрольные вопросы

1. Назовите основные принципы принятия инвестиционных решений.
2. Какие факторы влияют на объем дохода от инвестиций?
3. Какие показатели используют для выбора ставки дисконтирования?

3.7. Критерии эффективности инвестиционных решений

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

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

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

Она включает в себя:

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

Показатели общественной эффективности выражают социальные последствия реализации проекта для общества в целом, включая «внутренние» и «внешние» результаты и затраты. Результат проекта — генерируемый им доход, поступающий в распоряжение общества и участников.

Целью отдельных проектов может быть получение общественных благ.

Общественные блага — работы и услуги, потребление которых одними субъектами не препятствует их потреблению другими. Поэтому они не принимают участия в рыночном обороте. Примером

таких благ являются защита безопасности государства, знания, здоровье граждан и т. д.

На общественную эффективность проекта влияют внешние факторы:

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

При определении общественной эффективности инвестиционного проекта целесообразно:

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

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

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

В денежных потоках от инвестиционной деятельности учитывают:

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

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

Показатели коммерческой эффективности проекта учитывают финансовые последствия его осуществления для всех его участников (доходы и затраты). Эффективность участия в проекте оценивают с целью проверки его реализуемости и заинтересованности в нем участников.

Она включает:

1) эффективность участия предприятий в проекте;
2) эффективность инвестирования в акции предприятия — инициатора проекта;
3) эффективность участия в проекте структур более высокого уровня;
4) региональную и народнохозяйственную эффективность;
5) отраслевую эффективность — для отдельных отраслей и финансово-промышленных групп, холдингов;
6) бюджетную эффективность проекта (эффективность участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней).

Эффективность проекта можно оценить как количественными, так и качественными характеристиками. Эффект проекта показывает превышение результатов (доходов) реализации проекта над инвестиционными затратами за определенное время. Показатели эффективности, относящиеся ко всему периоду реализации проекта, называют интегральными (например, дисконтированный индекс доходности, внутренняя норма доходности, период окупаемости капитальных затрат).

Интегральные показатели используют в целях:

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

Реализация проекта часто затрагивает интересы структур более высокого уровня по отношению к непосредственным участникам проекта. Данные структуры могут участвовать в осуществлении проекта или косвенно влиять на его реализацию. Крупномасштабные проекты оценивают с точки зрения интересов федеральных и региональных органов власти, а также отраслей экономики, добровольных объединений предприятий, холдингов и финансово-промышленных групп. Расчеты ведут по сумме денежных потоков от инвестиционной, текущей и финансовой деятельности. По финансовой деятельности учитывают поступление и выплату кредитов только со стороны среды, внешней по отношению к данной структуре. В денежных потоках не отражают взаиморасчеты между участниками, входящими в рассматриваемую структуру, и расчеты между этими участниками и самой структурой. В то же время учитывают влияние реализации проекта на деятельность рассматриваемой структуры и входящих в нее других (сторонних) предприятий.

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

1. Дополнительный эффект в смежных отраслях национального хозяйства, а также социальный и экологический эффекты учитывают только в рамках региона.
2. При определении потребности в оборотных активах учитывают только задержки платежей по расчетам с внешним окружением.
3. Стоимостную оценку производимой продукции и потребляемых ресурсов осуществляют аналогично расчетам общественной эффективности с внесением региональных корректировок.
4. В денежные поступления включают возникающие в связи с реализацией проекта денежные притоки в регион из внешней среды (кредиты, займы, субсидии, дотации, средства иностранных инвесторов).
5. В денежные оттоки включают также возникающие в связи с осуществлением проекта платежи во внешнюю среду (за использованные ресурсы других регионов, погашение полученных кредитов и займов, в федеральный бюджет).
6. При наличии необходимой информации учитывают изменения доходов и расходов, связанные с влиянием реализации проекта на деятельность других предприятий и население региона (косвенные финансовые результаты проекта).

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

- отрасли (подотрасли) национального хозяйства;
- объединения предприятий, образующих единую технологическую цепочку;
- финансово-промышленной группы;
- холдинга, связанного отношениями перекрестного образования.

При расчете показателей отраслевой эффективности:

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

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

Контрольные вопросы

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

3.8. Денежные потоки инвестиционного проекта

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

Прекращение реализации проекта может быть следствием:

1) исчерпания сырьевых ресурсов;

2) прекращения производства в связи с изменением требований (норм и стандартов) к выпускаемой продукции, а также технологии производства или условий труда на данном предприятии;

3) отсутствия потребности рынка в данной продукции в связи с ее моральным устареванием или потерей конкурентоспособности;

4) износа активной части основного капитала;

5) других причин, установленных в задании на разработку проекта (в ТЭО).

При необходимости в конце расчетного периода предусматривают ликвидацию объекта. Расчетный период разбивают на шаги — отрезки, в пределах которых осуществляют агрегирование данных, используемых для оценки финансовых показателей.

Разбивая расчетный период на шаги, целесообразно учитывать:

- цель расчета (оценка различных видов эффективности, реализуемости, мониторинга проекта для осуществления финансового управления);
- продолжительность различных фаз жизненного цикла проекта (проектирование, строительство, освоение мощности, эксплуатация, ликвидация объекта).

Необходимо, чтобы моменты окончания строительства объекта или его этапов, завершения освоения вводимых производственных мощностей, а также моменты начала выпуска основных видов продукции и замены основных средств совпадали с концами соответствующих шагов, что позволит проверить финансовую реализуемость проекта на отдельных стадиях его осуществления:

- неравномерность денежных поступлений и затрат, включая и сезонность производства;
- периодичность финансирования проекта. Шаг расчета целесообразно выбирать таким образом, чтобы получение и возврат кредитов и займов, а также процентные платежи приходились на его начало или конец;
- оценку уровня неопределенности и риска. Неопределенность — неполнота или неточность информации об условиях реализации проекта, осуществляемых затратах и получаемых доходах. Риск — неопределенность, связанная с возможностью возникновения в ходе реализации проекта непредвиденных обстоятельств,

приводящих к потере прибыли, дохода или инвестированного капитала;

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

Отрезки времени, в которых прогнозируют высокие темпы инфляции (свыше 10%), целесообразно разбивать на более мелкие шаги. Время в расчетном периоде или долях года берут от фиксированного момента $t_0 = 0$, принимаемого за базовый. Проект, как и любая финансовая операция, связанная с получением доходов и осуществлением расходов, порождает денежные потоки (Cash-Flow, CF). Денежный поток проекта — это зависимость от времени денежных поступлений и платежей при реализации порождающего его проекта, определяемая для всего расчетного периода. Значение денежного потока (ДП) обозначают через $ДП_t$, если оно относится к моменту времени t или через $ДП_m$, если оно относится к шагу расчета m.

На каждом шаге расчета значение денежного потока характеризуют:

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

Денежный поток ($ДП_t$) обычно состоит из частных потоков от отдельных видов деятельности: инвестиционной, текущей (операционной) и финансовой. К оттокам в инвестиционной деятельности относят: капитальные вложения, затраты на пуско-наладочные работы, ликвидационные расходы в конце жизненного цикла проекта, затраты на увеличение оборотного капитала и средства, вложенные в дополнительные фонды. Последние выражают вложения части

положительного сальдо суммарного денежного потока на депозиты в банках или в долговые ценные бумаги с целью получения процентного дохода. К притокам относят продажу активов в течение и по окончании проекта (за вычетом уплачиваемых налогов), поступления за счет снижения потребности в оборотном капитале и др.

Сведения об инвестиционных затратах должны быть расшифрованы по их видам. Источником такой информации являются ТЭО или бизнес-план проекта. Оценку затрат на приобретение отдельных основных средств можно осуществлять на базе оценки соответствующего имущества. Распределение инвестиционных затрат по периоду строительства должно быть увязано с графиком сооружения объекта.

В денежном потоке текущей (операционной) деятельности к притокам относят: выручку от продажи продукции (работ, услуг), внереализационные доходы, включая поступления средств, вложенных в дополнительные фонды. К оттокам — издержки производства и налоги. Источником информации являются предпроектные и проектные материалы, а также исследования российского и зарубежного рынка, подтвержденные межправительственными соглашениями, соглашениями о намерениях, договорами, заключенными до момента окупаемости проекта.

К финансовой деятельности относят операции со средствами, внешними по отношению к инвестиционному проекту. Они состоят из собственного (акционерного) капитала предприятия и привлеченных средств (субсидий, кредитов и займов). К оттокам относят возврат и обслуживание кредитов и займов, выплату дивидендов акционерам и др.

Денежные потоки от финансовой деятельности учитывают, как правило, на этапе оценки эффективности участия в проекте сторонних предприятий. Необходимую информацию приводят в проектных материалах в увязке с разработкой схемы финансирования проекта. Данную схему подбирают в прогнозных ценах. Цель ее подбора — обеспечение реализуемости проекта, то есть такой структуры денежных потоков, при котором на каждом шаге расчета имеется достаточный объем средств для его продолжения.

Если не учитывать неопределенность и риск, то достаточным (но не обязательным) условием финансовой реализуемости проекта

является неотрицательное значение на каждом шаге (m) величины накопленного сальдо потока (C_m):

$$C_m = C_1 + C_2 + C_3 \geqslant 0,$$

где C_m — суммарное сальдо денежного потока на шаге m; C_1, C_2 и C_3 — сальдо денежных потоков от инвестиционной, текущей и финансовой деятельности на соответствующем шаге потока.

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

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

Контрольные вопросы

1. Назовите причины прекращения инвестиционного проекта.
2. Какие факторы учитываются, когда расчетный период проекта разбивается на отдельные шаги?
3. Приведите порядок расчета суммарного сальдо денежного потока, генерируемого проектом.

3.9. Дисконтирование денежных потоков

Расчет показателей для оценки выгодности реального инвестирования базируется на концепции оценки стоимости денег во времени.

Данная концепция исходит из предпочтительности наличия денег сегодня, а не завтра. Многие предприниматели придерживаются этой логики, поскольку:

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

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

$$БС = НС \times (1 + Г)^t; \; НС = \frac{БС}{(1+Г)^t},$$

где БС — будущая денежная сумма (будущая стоимость); НС — настоящая (текущая) стоимость денежной суммы; Г — норма дисконта (ставка доходности), доли единицы; t — продолжительность расчетного периода (лет, месяцев).

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

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

$$НС = БС \times КД,$$

где КД — коэффициент дисконтирования, доли единицы.

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

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

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

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

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

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

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

1) переменного по времени риска;
2) переменной по времени структуры капитала при оценке коммерческой эффективности проекта.

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

Коммерческую норму дисконта используют при оценке коммерческой эффективности проекта. Ее определяют с учетом альтернативной (то есть связанной с другими проектами) эффективности использования капитала. Норма дисконта участника проекта выражает эффективность участия в данном проекте сторонних организаций. Ее выбирают сами участники. При отсутствии четких предпочтений вместо нее можно использовать коммерческую норму дисконта.

Социальную (общественную) норму дисконта применяют при расчете показателей общественной эффективности. Она характеризует минимальные требования общества к социальной эффективности проекта. Социальную норму дисконта утверждает Правительство РФ в увязке с прогнозами экономического и социального развития страны. На региональном уровне общественная норма дисконта может быть скорректирована органами исполнительной власти субъектов РФ.

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

Контрольные вопросы

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

3.10. Показатели оценки эффективности инвестиционных проектов

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

1) чистый доход;
2) чистый дисконтированный доход;
3) внутренняя норма доходности;
4) потребность в дополнительном финансировании;
5) индексы доходности затрат и инвестиций;
6) период окупаемости инвестиций;
7) показатели, характеризующие финансовое состояние предприятия — участника проекта (параметры финансовой устойчивости, доходности, деловой и рыночной активности).

При оценке эффективности каждого инвестиционного проекта необходимо установить степень его финансовой реализуемости. Данный

параметр (принимает два значения — «да» или «нет») выражает наличие финансовых возможностей для реализации проекта. Требование финансовой реализуемости предполагает наличие необходимого объема финансирования проекта. При финансовой нереализуемости схема финансирования проекта должна быть пересмотрена. Финансовую реализуемость проверяют для консолидации капитала всех участников (включая частных инвесторов, кредиторов и государство). Денежные потоки, поступающие от каждого участника в данный проект, являются притоками (показываются со знаком «плюс»), а денежные потоки, поступающие каждому участнику из проекта — оттоками (берутся со знаком «минус»). Кроме того, рассматривают денежный поток самого проекта. В данном случае сумма потоков из выручки от продаж и прочих доходов считается притоком и записывается со знаком «плюс». Напротив, инвестиционные и производственные затраты (включая налоги) показывают как оттоки денежных средств со знаком «минус».

Правило: проект является финансово реализуемым, если на каждом шаге расчета алгебраическая сумма (с учетом знаков) притоков всех участников и денежного потока проекта является неотрицательной величиной (приток денежных средств ⩾ их оттоку).

Следовательно, условия финансовой реализуемости и показатели эффективности устанавливают на базе денежного потока ($ДП_m$), конкретные составляющие которого зависят от вида оцениваемого объекта. На разных стадиях расчетов, исходя из их целей и специфики финансовой реализуемости, инвестиционные проекты оценивают в текущих или прогнозных ценах. Текущими называют цены, заложенные в проект без учета инфляции. Прогнозными считают цены, ожидаемые (с учетом темпа инфляции) на будущих шагах расчетного периода. Дефлированными называют прогнозные цены, приведенные к уровню цен фиксированного момента времени путем деления на общий базисный индекс инфляции.

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

$$ЧД = \sum_m ДП_m,$$

где суммирование распространяют на все шаги расчетного периода.

Наибольшее распространение на практике получил показатель чистого дисконтированного дохода (ЧДД — Net Present Valve, NPV), то

есть накопленного дисконтированного эффекта за период времени. ЧДД определяют по формуле:

$$\text{ЧДД} = \sum_{m} \text{ДП}_m \times a_m(\text{Г}),$$

где a_m — коэффициент дисконтирования (вычислен по дисконтной ставке Г), доли единицы.

ЧД и ЧДД показывают превышение суммарных денежных поступлений над суммарными затратами для данного проекта (без учета и с учетом неравноценности эффектов, относящихся к различным моментам времени). Указанные показатели для вычисления всех характеристик эффективности должны быть положительными. При сравнении по этим параметрам различных вариантов одного и того же проекта предпочтение отдают варианту с наиболее высоким значением ЧДД (при выполнении условия его положительности). Находим:

$$\text{Дисконт проекта} = \text{ЧД} - \text{ЧДД}.$$

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

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

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

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

Упущенную выгоду (доход) от продажи имущества оценивают с помощью цены, по которой это имущество может быть продано (за вычетом затрат, связанных с его реализацией). При необходимости данную цену дисконтируют к началу момента использования имущества в рассматриваемом проекте. Если цена продажи зависит от момента реализации имущества, то этот момент принимают в расчет таким образом, чтобы дисконтированная упущенная выгода (доход)

была максимальной. Упущенную выгоду от сдачи имущества в аренду определяют с помощью дисконтированной суммы арендных платежей арендатора за вычетом затрат на капитальный ремонт и иных расходов, которые по условиям аренды должен производить арендодатель. Указанные доходы и расходы учитывают за период использования имущества в рассматриваемом проекте.

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

$$В_у = ЧДД_{ап} - ЧДД'_{а'п},$$

где $ЧДД_{ап}$ — чистый дисконтированный доход альтернативного проекта, вычисленный при условии безвозмездного вложения имущества в данный проект; $ЧДД'_{а'п}$ — чистый дисконтированный доход альтернативного проекта, определенный при условии реализации этого проекта без вложений данного имущества ($ЧДД_{ап}' > 0$).

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

1) при норме дисконта $Г = Г_х$ чистый дисконтированный доход проекта обращается в ноль;
2) это число единственное.

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

ВНД определяют как неотрицательную величину из уравнения:

$$\sum ДП_m \times a_m(Г) = 0,$$

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

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

$$\sum_m \frac{ДП_m}{(1+Г)^{t_m}} = 0,$$

где $ДП_m$ — сальдо денежного потока (накопленный эффект) за расчетный период; Г — норма дисконта или ставка доходности, доли единицы; t_m — продолжительность расчетного периода (число лет).

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

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

Внутренняя норма доходности может быть использована также для:

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

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

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

$$ЧД_{(K)} = \sum_{m=0}^{K} ДП_m .$$

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

$$ЧДД_{(K)} = \sum_{m=0}^{K} ДП_m \times a_m(Г),$$

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

3. Текущая внутренняя норма доходности (ВНД), определяемая как такое численное значение $ВНД_{(K)}$, что при норме дисконта $Г = ВНД_{(K)}$ величина $ЧДД_{(K)}$ обращается в ноль; при все больших значениях Г — отрицательна; при все меньших значениях Г — положительна.

Для отдельных проектов и значений *K* текущая ВНД может отсутствовать.

Сроком окупаемости (простым сроком окупаемости) называют продолжительность периода от начального момента до момента окупаемости. Начальный момент учитывают в задании на проектирование (обычно это начало нулевого шага или начало текущей деятельности). Моментом окупаемости называют тот наиболее ранний момент времени в расчетном периоде, после которого чистый дисконтированный доход ($ЧДД_K$) становится положительным числом, то есть $ЧДД_K > 0$. Следует отметить, что сроки окупаемости можно устанавливать от различного начального момента: от начала реализации проекта; от даты ввода в действие первого пускового комплекса; от завершения периода освоения проектной мощности. При оценке эффективности срок окупаемости выступает только в качестве ограничения. Поэтому среди проектов, удовлетворяющих условиям заданного ограничения (например, два или три года), дальнейший отбор по данному параметру может не производиться.

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

и текущей деятельности. Величина ДПФ выражает минимальный дисконтированный объем внешнего финансирования проекта, необходимого для обеспечения его финансовой реализуемости.

Индексы доходности показывают относительную «отдачу проекта» на вложенные в него средства. Их рассчитывают как для дисконтированных, так и для не дисконтированных денежных потоков. Для оценки эффективности проектов используют следующие индексы доходности.

1. Индекс доходности затрат — отношение суммы денежных притоков (накопленных поступлений) к сумме денежных оттоков (накопленных платежей).
2. Индекс доходности дисконтированных затрат — отношение суммы дисконтированных притоков к сумме дисконтированных денежных оттоков.
3. Индекс доходности инвестиций (ИД) — отношение суммы элементов денежного потока от текущей деятельности к абсолютной величине суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности. Он равен увеличенному на единицу отношению чистого дохода к накопленному объему инвестиций.
4. Индекс доходности дисконтированных инвестиций (ИДД) — отношение суммы дисконтированных элементов денежного потока от текущей деятельности к абсолютной величине дисконтированной суммы элементов денежного потока от инвестиционной деятельности. ИДД равен увеличенному на единицу отношению чистого дисконтированного дохода к накопленному дисконтированному объему инвестиций.

При расчете ИД и ИДД необходимо учитывать либо все капитальные вложения за расчетный период (включая вложения в замещение выбывающих основных средств), либо только первоначальные капиталовложения, осуществляемые до ввода в эксплуатацию предприятия.

Индексы доходности затрат и инвестиций больше единицы, если для данного денежного потока чистый доход положителен. Индексы доходности дисконтированных затрат и инвестиций превышают единицу, если для этого потока чистый дисконтированный доход положителен. Индексы доходности затрат и дисконтированных затрат для всех видов эффективности должны быть больше единицы. Близость

Таблица 3.2. Денежные потоки по инвестиционному проекту, млн руб.

Показатель	Номер строки	Номер шага расчета								
		0	1	2	3	4	5	6	7	8
Денежный поток от текущей деятельности ($ДП'_m$)	1	0	6,5	14,8	14,9	10,3	24,2	24,4	19,8	0
Инвестиционная деятельность:										
Притоки	2	0	0	0	0	0	0	0	0	+3,0
Оттоки	3	–30,0	–21,0	0	0	–18,0	0	0	0	–27,0
Сальдо денежного потока от инвестиционной деятельности ($ДП''_m$)	4	–30,0	–21,0	0	0	–18,0	0	0	0	–24,0
Сальдо суммарного денежного потока ($ДП_m = ДП'_m + ДП''_m$)	5	–30,0	–14,5	14,8	14,9	–7,7	24,2	24,4	19,8	–24,0
Сальдо накопленного потока	6	–30,0	–44,5	–29,7	–14,8	–22,5	1,7	26,1	45,9	21,9
Коэффициент дисконтирования (a_m)	7	1,0	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47
Дисконтированное сальдо суммарного денежного потока (стр. 5 × стр. 7)	8	–30,0	–13,2	12,3	11,2	–5,2	15,0	13,7	10,1	–11,3
Дисконтированные инвестиции (стр. 4 × стр. 7)	9	–30,0	–19,1	0	0	–12,2	0	0	0	–11,3

индекса доходности дисконтированных затрат к единице может свидетельствовать о недостаточной устойчивости проекта к возможным колебаниям доходов и затрат. Индексы доходности инвестиций (ИД и ИДД) также должны быть выше единицы. Данные индексы можно использовать при выборе проектов для финансирования, особенно при дефиците финансовых ресурсов у предприятия-проектоустроителя.

Пример. Рассмотрим проект, денежные потоки которого имеют вид, представленный в табл. 3.2.

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

Из приведенной таблицы можно сделать следующие выводы:

1. Чистый доход (ЧД) отражен в последнем (m = 8) шага строки 6 и составляет 21,9 млн руб. Из этой строки видно, что потребность в дополнительном финансировании (ПФ) равна −44,5 млн руб. (на шаге m = 1).
2. Момент окупаемости проекта также устанавливают на основе данных по строке 6. Из нее следует, что он находится внутри шага m = 5, так как в конце шага m = 4 сальдо накопленного потока денежных средств $S_4 < 0$ (−22,5 млн руб.), а аналогичное сальдо в конце шага $m = 5 > 0$ (1,7 млн руб.). Для уточнения термина «момент времени окупаемости» обычно устанавливают, что в пределах одного шага (в данном примере шага m = 5) сальдо накопленного потока денежных средств изменяется линейно. Тогда «расстояние» X от начала шага до момента окупаемости проекта (выраженное в продолжительности шагов расчета) вычисляют по формуле:

$$X = \frac{(S_4)}{(S_4) + S_5}.$$

Тогда $X = \frac{|-22,5|}{(-22,5)+1,7} = 0,93$ шага расчета (в данном случае года).

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

1. Срок окупаемости, взятый от начала нулевого шага, составляет 5,93 года. Если отсчитывать его от начала текущей деятельности (конца нулевого шага), то он окажется равным 4,93 года.
2. Установим ЧДД проекта при норме дисконта Г = 10%, приведя денежный поток к шагу 0 ($t_0 = 0$). Дисконтирующий множитель и дисконтированное сальдо суммарного денежного потока приведены в строках 7 и 8 табл. 3.2, а сумма значений по строке 8 равна чистому дисконтированному доходу (ЧДД = 2,6 млн руб.). Следовательно, проект, рассмотренный в данном примере, эффективен.
3. Внутреннюю норму доходности (ВНД) определяют из строки 5 подбором значения нормы дисконта. В результате получим ВНД = 11,9%. Этот показатель еще раз подтверждает эффективность проекта, так как ВНД > Г, то есть 11,9% > 10,0%.

В заключение отметим, что при расчете эффективности конкретного проекта с теми же денежными потоками, что и в приведенном примере, результат может оказаться иным из-за различий в распределении текущих и инвестиционных денежных потоков внутри шагов расчета.

Контрольные вопросы

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

3.11. Сравнительный анализ эффективности инвестиционных проектов

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

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

В условиях рыночной экономики критерием привлекательности коммерческого проекта служит уровень доходности, полученной на вложенный капитал. Под доходностью (прибыльностью) проекта понимают не просто прирост капитала, а такой темп его прироста, который полностью компенсирует изменение покупательной способности денег в течение рассматриваемого периода времени, обеспечивает требуемый уровень доходности и покрывает риск инвестора, связанный с его реализацией. Таким образом, проблема оценки привлекательности проекта для его инициатора (инвестора) заключается в определении уровня его прибыльности.

В практике инвестиционного анализа применяют два основных подхода к решению проблемы оценки привлекательности проектов: статистические (простые) модели и динамические модели (методы дисконтирования). Статистические методы оценки не учитывают фактор времени и базируются на данных бухгалтерской отчетности, на основе которой рассчитывают простую норму прибыли и срок окупаемости проекта. Построение дисконтированных критериев оценки

проектов основывают на использовании теории ценности денег во времени.

В мировой практике наибольшее распространение получили следующие динамические модели.

1. Чистый приведенный эффект, или чистый дисконтированный доход (Net Present Valve, *NPV*).
2. Дисконтированный индекс доходности (Discounted Profitability Index, *DPI*).
3. Дисконтированный период окупаемости (Discounted Payback Period, *DPP*).
4. Внутренняя норма доходности (Internal Rate of Return, IRR).
5. Модифицированная внутренняя норма доходности (Modified Internal Rate of Return, MIRR).

Рассмотрим данные модели оценки инвестиционных проектов более подробно.

Метод чистого приведенного эффекта (NPV) ориентирован на достижение основной цели инвестирования — получение приемлемого для инвестора чистого дохода в форме прибыли. Данный метод позволяет получить наиболее обобщенную характеристику финансового результата реализации проекта, то есть конечный эффект в абсолютном выражении. Чистый приведенный эффект — это чистый доход от проекта, приведенный к настоящей стоимости денежных поступлений (Present Valve, PV):

$$PV = \frac{FV}{(1+\Gamma)^n},$$

где FV — будущая стоимость денежных поступлений от проекта (Future Valve, *FV*); Г — ставка дисконтирования, доли единицы; n — расчетный период, число лет (месяцев).

Проект может быть одобрен инвестором, если $NP > 0$, то есть он генерирует бо´льшую, чем средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital, *WACC*), норму доходности.

Инвесторы будут удовлетворены, если подтвердится рост курса акций акционерной компании, успешно реализовавшей проект. Чистый приведенный эффект (*NPV*) выражают разницей между

приведенными к настоящей стоимости (путем дисконтирования) суммой денежных поступлений за период эксплуатации проекта и суммой инвестированных в его реализацию средств:

$$NPV = PV - IC,$$

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

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

Пример. В коммерческий банк поступили на рассмотрение бизнес-планы двух альтернативных проектов со следующими параметрами (табл. 3.3).

Таблица 3.3. Денежные потоки инвестиционных проектов, млн руб.

Показатель	Расчетный период, лет				
	0	1	2	3	4
Инвестиционный проект № 1					
I. Инвестиционная деятельность. Отток денежных средств (капиталовложения)	–51,6	0	0	0	0
II. Текущая деятельность. Денежные поступления в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений (чистый денежный поток)	0	40,5	24,0	10,5	0
Инвестиционный проект № 2					
I. Инвестиционная деятельность. Отток денежных средств	–42,0	0	0	0	0
II. Текущая деятельность. Денежные поступления в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений	0	16,0	17,0	17,0	16,0
Справочно. Дисконтные ставки — по ИП № 1 = 10%; по ИП № 2 = 12%. Среднегодовой темп инфляции — 9%.					

Условия реализации проектов: капитальные затраты производят единовременно в течение года (например, приобретение и установка технологической линии на действующем предприятии); сроки эксплуатации проектов различны, поэтому дисконтные ставки неодинаковы.

Расчет настоящей стоимости денежных поступлений по проектам представлен в табл. 3.4.

Таблица 3.4. Расчет настоящей стоимости денежных поступлений (PV) по инвестиционным проектам, млн руб.

Год	Проект № 1			Проект № 2		
	Будущая стоимость денежных поступлений (FV)	Дисконтированный множитель при ставке 10%	Настоящая стоимость денежных поступлений (гр. 2 × гр. 3)	Будущая стоимость денежных поступлений (FV)	Дисконтированный множитель при ставке 12%	Настоящая стоимость денежных поступлений (гр. 5 × гр. 6)
1	40,5	0,909	36,8	16,0	0,893	14,3
2	24,0	0,826	19,8	17,0	0,797	13,5
3	10,5	0,752	7,9	17,0	0,712	12,1
4	0	0	0	16,0	0,636	10,2
Всего	75,0	0	64,5	66,0	0	50,1

Примечание к табл. 3.4.

Дисконтный множитель устанавливают по формуле:

$$ДМ = \frac{1}{(1+Г)^n};$$

$$ДМ_1 = \frac{1}{1+0,1} = 0,909;\ ДМ_2 = \frac{1}{(1+0,1)^2} = 0,826;\ ДМ_3 = \frac{1}{(1+0,1)^3} = 0,752.$$

Аналогичный расчет осуществляют по проекту № 2.

На базе показателей, приведенных в табл. 3.4, определим чистый приведенный эффект (*NPV*) по проектам:

$$NPV_1 = 12{,}9 \text{ млн руб. } (64{,}5 - 51{,}6);$$

$$NPV_2 = 8{,}1 \text{ млн руб. } (50{,}1 - 42{,}0).$$

Итак, сравнение NPV по этим проектам подтверждает, что первый из них является более привлекательным, чем второй. *NPV* по нему на 4,8 млн руб. (12,9 – 8,1), или на 59,4% выше, чем по второму проекту. Однако для реализации первого проекта требуется капитальных вложений на 9,6 млн руб. (51,6 – 42,0), или на 22,9% больше, чем по второму проекту. В случае реализации проекта № 1 его инициатору необходимо изыскать дополнительное финансирование (внутреннее или внешнее) в объеме 9,6 млн руб. Поэтому он должен выбрать для себя наиболее приемлемый вариант с учетом имеющихся финансовых возможностей.

Если капитальные вложения в проект осуществляют в несколько этапов (*m* лет), то расчет показателя NPV производят по формуле:

$$NPV' = \sum_{K=1}^{n} \frac{FV_K}{(1+\Gamma)^K} - \sum_{K=1}^{m} \frac{IC_K}{(1+\Gamma)^K},$$

где *NPV'* — чистый приведенный эффект при многократном (пошаговом) осуществлении инвестиционных затрат; FV_K — будущая стоимость денежных поступлений от проекта по шагу *K* общего периода его реализации; IC_K — общая сумма инвестиций по шагу *K* общего периода реализации проекта; Г — ставка дисконтирования, доли единицы; *n* — число шагов (этапов) в общем расчетном периоде ($K = 1, 2, 3, ..., n$).

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

его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля любого предприятия.

Ключевой аспект в оценке правильности расчета денежных потоков от проекта — прогноз объема продаж (дохода) на базе изучения внутренней и внешней информации. При анализе внутренней информации учитывают предыдущие результаты работы предприятия, а при внешнем анализе рассматривают сегменты рынка для каждого товара, наиболее вероятные цены на них, оценивают ожидаемое отношение покупателей к новой продукции. При анализе необходимо исходить из ожидаемого спроса на товары, а не ограничиваться таким внутренним фактором, как производственные мощности. В процессе разработки производственной программы целесообразно произвести оценку потребности в материальных ресурсах, рабочей силе, капитальных вложениях и источниках их финансирования. После детального изучения всех названных показателей можно определить реальные денежные потоки (Cash Flow, *CF*) по инвестиционным проектам, на базе которых после дисконтирования рассчитывают настоящую стоимость денежных поступлений (*PV*) и чистый приведенный эффект (NPV). Для прогноза денежных потоков от проекта часто используют алгоритм:

$$CF = \text{ЧП} + \text{АО} - \text{ИЗ} \pm \text{ДЗ},$$

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

Показатель — дисконтированный индекс доходности (*DPI*) определяют по формуле:

$$DPI = \frac{PV}{IC},$$

где *PV* — настоящая стоимость денежных поступлений от проекта; *IC* — сумма инвестиций (капиталовложений) в проект.

Используя данные по двум проектам, установим по ним дисконтированный индекс доходности:

$$DPI_1 = 1{,}25\ (64{,}5/51{,}6);$$

$$DPI_2 = 1{,}19\ (50{,}1/42{,}0).$$

Следовательно, по данному параметру эффективность проекта № 1 выше.

Если инвестиции, связанные с предстоящей реализацией проекта, осуществляют в несколько этапов (шагов), то расчет DPI′ производят по следующему алгоритму:

$$DPI' = \frac{PV_K}{\sum_{K=1}^{n} \frac{IC_K}{(1+\Gamma)^K}},$$

где DPI' — дисконтированный индекс доходности при пошаговом (поэтапном) вложении капитала в проект; PV_K — настоящая стоимость денежных поступлений на K-м шаге расчета; IC_K — сумма инвестиций (капиталовложений) на K-м шаге расчета; Г — ставка дисконтирования, доли единицы; n — число шагов (этапов) в общем расчетном периоде.

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

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

$$DPP = \frac{IC}{\overline{PV}},$$

где DPP — дисконтированный период окупаемости, число лет; IC — сумма инвестиций, направленных на реализацию проекта; $\overline{PV}$ — средняя величина денежных поступлений от реализации проекта в рассматриваемом периоде.

Определим дисконтированный период окупаемости капитальных вложений по двум проектам. В этих целях установим среднегодовую сумму денежных поступлений в настоящей стоимости ($\overline{PV}$). По проекту № 1 она равна 21,5 млн руб. (64,5/3). По проекту № 2 — 12,5 млн руб. (50,1/4). С учетом среднегодовой величины денежных поступлений дисконтированный период окупаемости по проектам составляет:

DPP_1 = 2,4 года (51,6/21,5);

DPP_2 = 3,4 года (42,0/12,5).

Эти данные подтверждают приоритетное значение проекта № 1 для инвестора. Характеризуя параметр «дисконтированный период окупаемости», необходимо отметить, что он может быть использован не только для оценки эффективности капитальных вложений, но и для уровня инвестиционного риска, связанного с ликвидностью. Это вызвано тем, что чем длительнее период реализации проекта до полной его окупаемости, тем выше уровень инвестиционного риска и ниже ликвидность долгосрочных инвестиций. Недостаток данного параметра состоит в том, что при его расчете не учитывают те денежные потоки, которые образуются после периода полной окупаемости капитальных вложений. Так, по проектам с длительным сроком эксплуатации после наступления периода окупаемости может быть получена бóльшая сумма чистой текущей стоимости, чем по проектам с коротким сроком окупаемости.

Внутренняя норма доходности, или маржинальная эффективность капитала (IRR), является наиболее сложным показателем для оценки эффективности реальных проектов. IRR характеризует уровень прибыльности (доходности) проекта, выражаемый дисконтной ставкой, по которой будущая стоимость денежных поступлений от проекта приводится к настоящей стоимости авансированных средств.

При единовременном вложении капитала (в течение года) внутреннюю норму доходности (IRR) можно вычислить по упрощенному алгоритму:

$$IRR = \frac{NPV}{IC} \times 100,$$

где NPV — чистый приведенный эффект; IC — инвестиции (капиталовложения в данный проект).

Экономическое содержание IRR заключается в том, что все доходы и затраты по проекту приводят к настоящей стоимости не на основе задаваемой извне дисконтной ставки, а на базе внутренней нормы доходности самого проекта. В приведенном выше примере (табл. 3.3 и 3.4) по проекту № 1 необходимо найти размер дисконтной ставки (Г), по которой настоящая стоимость денежных поступлений (64,5 млн руб.) за три года будет приведена к сумме вкладываемых средств (51,6 млн руб.). Размер ВНД составляет 25,0% [(12,9/51,6)×100]. При таком значении ВНД настоящая стоимость денежных поступлений (64,5 млн руб.) сравняется с суммой инвестиций

(51,6 млн руб.), а чистый приведенный эффект (*NPV*) проекта № 1 будет равен нулю (51,6 – 51,6).

Аналогичным путем находят ВНД (*IRR*) проекта № 2. Она равна 19,3% [(8,1/42,0)×100].

Эти данные подтверждают приоритетное значение проекта № 1 для его инициатора.

В теории инвестиционного менеджмента внутренняя норма доходности выражает ставку рентабельности, при которой настоящая стоимость денежных поступлений от проекта (Cash Flow, *CF*) равна настоящей стоимости капитальных затрат, то есть величина *NPV* равна нулю. Это означает, что все капитальные затраты окупились. В данном случае имеем *IRR* = Г, при котором $NPV = f(\Gamma) = 0$.

При разновременном осуществлении капитальных вложений в данный проект, IRR находят из уравнения:

$$\sum_{K=0}^{n} \frac{CF_K}{(1+\Gamma)^K} = 0,$$

где CF_K — сумма денежных потоков по шагу *K* общего периода реализации проекта; *IRR* — внутренняя норма доходности по проекту, доли единицы; *n* — число интервалов (лет) в общем расчетном периоде; *K* = 0 — нулевой (исходный) период осуществления капитальных затрат.

Чтобы лучше изучить экономическую природу критерия *IRR*, построим график данного показателя (рис. 3.1) с помощью следующей функции[1].

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

Для нахождения ВНД (*IRR*) рекомендуют использовать следующую стандартную формулу:

$$IRR = \Gamma_1 + \frac{NPV_1}{NPV_1 - NPV_2} \times (\Gamma_2 - \Gamma_1),$$

[1] Ковалев В. В. Методы оценки инвестиционных проектов. – М.: Финансы и статистика, 2003, с. 59.

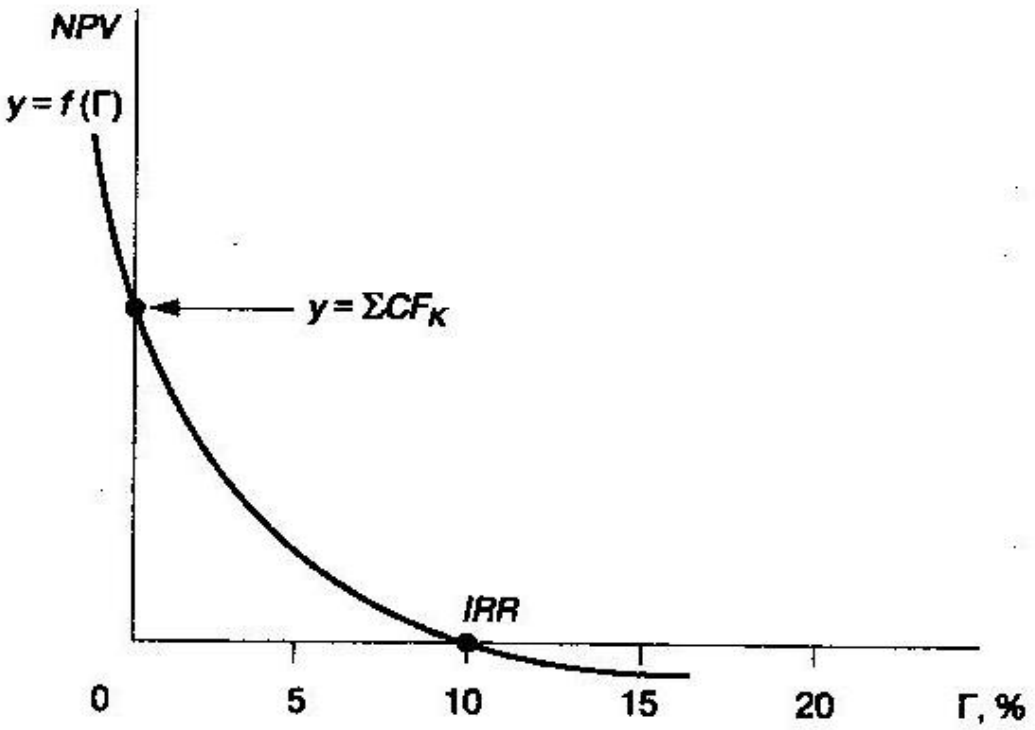

Рис. 3.1. График NPV инвестиционного проекта

где $Г_1$ — значение выбранной ставки дисконтирования, при которой $NPV_1 > 0$ ($NPV_1 < 0$); $Г_2$ — значение выбранной ставки дисконтирования, при которой $NPV_2 < 0$ ($NPV_2 > 0$).

Точность вычислений зависит от длины интервала между дисконтными ставками ($Г_1$ и $Г_2$). Наиболее благоприятного значения *IRR* достигает, если длина интервала минимальна (равна 1%). Например, 10–11%; 11–12%; 12–13% и т.д.

В инвестиционный портфель отбирают проекты с IRR большей, чем средневзвешенная стоимость капитала (*WACC*), принимаемая за минимально допустимый уровень доходности (*IRR* > *WACC*). При условии, что *IRR* < *WACC*, проект отвергают.

Из отобранных проектов предпочтение отдают наиболее прибыльным (с максимальной суммарной стоимостью чистого приведенного эффекта — *NPV*, если ограничен капитальный бюджет инвестора), из которых формируют инвестиционный портфель предприятия.

Показатель внутренней нормы доходности наиболее применим для сравнительной оценки проектов в рамках более широкого диапазона случаев. Например, его можно сравнивать с:

1) уровнем рентабельности активов (имущества) в процессе текущей деятельности предприятия;

2) средней нормой доходности инвестиций данного предприятия;
3) нормой доходности по альтернативным видам инвестирования (по депозитным вкладам в банках, по государственным облигационным займам и т.д.).

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

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

1) вычисляют суммарную дисконтированную стоимость всех оттоков и суммируют наращенную стоимость всех притоков денежных средств;
2) дисконтирование и наращение осуществляют по цене источника финансирования проекта (Cost of Capital, CC);
3) устанавливают коэффициент дисконтирования, который уравновешивает суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость притоков.

Этот коэффициент принимают за *MIRR*. Расчетный алгоритм имеет вид:

$$\sum_{K=0}^{n}\frac{COF_K}{(1+\Gamma)^K}=\frac{\sum_{K=0}^{n}CIE_K\times(1+\Gamma)^{n-K}}{(1+MIRR)^K};\ PV_{\text{инвестиций}}=\frac{TV}{(1+MIRR)^n},$$

где COF_K — означает отток денежных средств и инвестиций в периоде K; Γ — цена источника финансирования данного проекта, доли единицы; $MIRR$ — ставка дисконтирования, которая уравновешивает PV инвестиций и терминальную стоимость притока денежных средств (TV); CIE_K — приток денежных средств в периоде K.

MIRR характеризует эффективность проекта с неординарными денежными потоками. Логика использования этого показателя довольно проста: проект рекомендуют к реализации, если *MIRR* > > *CC* (*WACC*), где *CC* — цена источника его финансирования.

Отметим, что приведенная формула имеет смысл, если терминальная стоимость притоков превышает дисконтированную сумму оттоков денежных средств. Каждый из методов оценки дает возможность специалистам предприятия изучить характерные особенности проекта и принять правильное решение. Поэтому опытные аналитики используют все основные методы в инвестиционном анализе каждого проекта, а компьютерные технологии облегчают решение этой задачи.

Таким образом, основные критерии принятия инвестиционных решений следующие:

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

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

Контрольные вопросы

1. Назовите основные методы, используемые при оценке привлекательности проектов.
2. При каком значении NPV проект может быть одобрен инвестором?
3. В каком порядке вычисляют NPV проекта?
4. По какой методике осуществляют прогноз денежных потоков от проекта?
5. Перечислите преимущества и недостатки показателя «дисконтированный период окупаемости».
6. Сформулируйте содержание и порядок расчета ВНД (IRR) проекта.
7. Раскройте ключевые критерии принятия инвестиционных решений.

3.12. Изучение чувствительности проекта

Анализ чувствительности проекта (Sensitivity Analusis) относят к методам повышения надежности результатов проводимых инвестиционных расчетов. Его инструментарий позволяет оценить потенциальное влияние риска на эффективность проекта.

Цель анализа чувствительности — определить степень влияния отдельных варьирующих факторов на финансовые показатели проекта (прежде всего на денежные потоки, генерируемые проектом). Данный анализ осуществляют на этапе планирования, когда необходимо принять решение относительно основных параметров проекта. Эти параметры оценивают с точки зрения риска и их влияния на его реализуемость. Выделяют наиболее важные показатели проекта, устанавливают закономерности изменения финансовых результатов от динамики каждого из них.

Для осуществления анализа чувствительности используют метод имитационного моделирования.

В состав переменных факторов, влияющих на реализуемость капитального проекта, включают:

- первоначальные инвестиции (капиталовложения);

- объем продаж после ввода объекта в эксплуатацию;
- цену продукции (услуги);
- темп инфляции (в расчете на год);
- переменные издержки на выпуск продукции (услуг);
- постоянные (стабильные) издержки;
- ставку процента за банковский кредит;
- потребность в оборотном капитале;
- ставку дисконтирования, в долях единицы;
- чистый приведенный эффект (NPV).

Анализ чувствительности начинают с характеристики параметров внешней среды:

- прогноза налогообложения;
- прогноза темпов инфляции;
- учетной ставки Центрального банка РФ;
- изменения обменного курса национальной валюты и пр.

Показатели внешней среды не могут быть изменены посредством принятия управленческих решений. Важно правильно спрогнозировать их возможную динамику в обозримом будущем (на ближайшие 3–5 лет), исходя из жизненного цикла проекта.

В процессе анализа чувствительности вначале определяют «базовый» вариант, при котором все исследуемые факторы имеют свои первоначальные значения. Только после этого значение одного из факторов варьируют (изменяют) в определенном интервале при фиксированных значениях остальных параметров. При этом оценку чувствительности начинают с наиболее важных факторов, задавая определенные ограничения варьирующим показателям. Эти ограничения соответствуют пессимистическому и оптимистическому сценариям. В заключение оценивают влияние этих изменений на показатель эффективности проекта.

Показатель чувствительности устанавливают как отношение процентного отношения критерия — выбранного показателя эффективности инвестиций (относительно базового варианта) к изменению значения фактора на 1%. Таким способом определяют показатели чувствительности по каждому варьирующему фактору.

С помощью анализа чувствительности на базе полученных данных можно установить наиболее важные с точки зрения проектного риска факторы, а также разработать наиболее эффективную стратегию реализации проекта. Например, если цена продукта оказалась критическим фактором, то следует усилить маркетинговые исследования или пересмотреть инвестиционные затраты, чтобы снизить стоимость проекта. Если проведенный количественный анализ риска проекта показывает его высокую чувствительность к изменению объема производства, то следует уделить внимание мерам по повышению производительности труда персонала предприятия.

К основным недостаткам метода анализа чувствительности можно отнести:

- его однофакторность, то есть ориентацию на изменение только одного фактора проекта, что приводит к недоучету возможной связи между отдельными факторами (корреляции между ними). Например, изменение цен приводит к изменению количества продаваемых и покупаемых товаров и, следовательно, объема продаж и закупок;
- недостаточную обеспеченность принимающего инвестиционное решение руководителя (специалиста) правилами интерпретации результатов анализа;
- не всегда имеющуюся возможность непосредственно сопоставить различные факторы, влияющие на чувствительность капитального проекта при неординарном денежном потоке, изменяющемся в процессе его реализации ставке дисконтирования и в других случаях.

Устранить данные недостатки позволяет метод анализа сценариев, который включает в себя учет одновременного параллельного влияния ряда факторов на уровень проектного риска. Обычно этот и другие методы рассматривают в специальной литературе по инвестиционному анализу.

Контрольные вопросы

1. Сформулируйте ключевую цель анализа чувствительности проекта.

2. Перечислите переменные факторы, влияющие на реализуемость капитального проекта.
3. Назовите основные недостатки метода анализа чувствительности.

3.13. Анализ и оценка проектных рисков

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

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

Под инвестиционным риском понимают вероятность возникновения непредвиденных финансовых потерь (снижение прибыли, дохода и даже потеря капитала инвестора) вследствие наступления неблагоприятных обстоятельств.

В «Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов» в расчетах эффективности рекомендуют учитывать «неопределенность, то есть неполноту и неточность информации об условиях реализации проекта, и риск, то есть возможность возникновения таких условий, которые приведут к негативным последствиям для всех или отдельных участников проекта»[1]. Показатели эффективности, определенные с учетом факторов неопределенности и риска, авторы «Методических рекомендаций» называют ожидаемыми. Следовательно, неопределенность характерна для всех видов реального инвестирования, а риск объективно ей сопутствует. При этом сценарий осуществления проекта, для которого были выполнены расчеты эффективности, рассматривают как базисный, а все

[1] Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. – М.: Экономика, 2000. – С. 74.

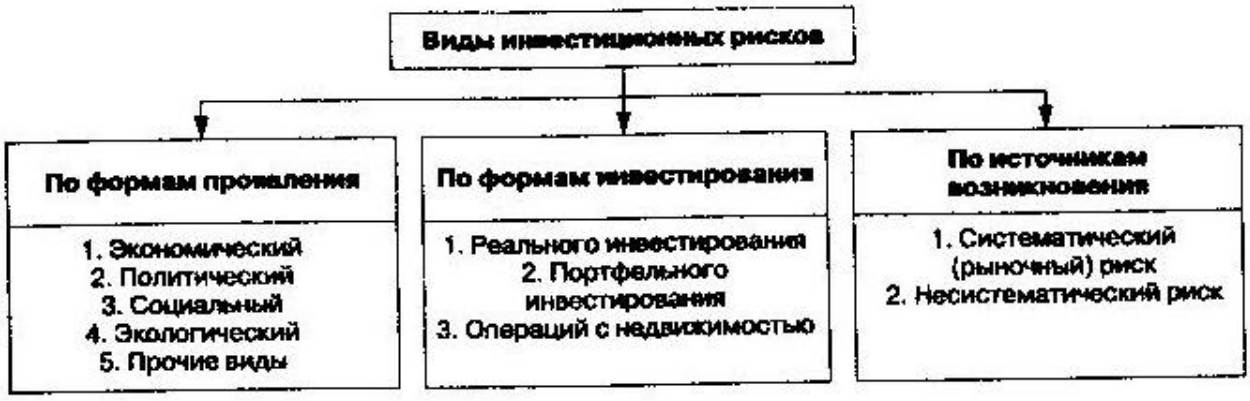

Рис. 3.2. Классификация инвестиционных рисков

остальные возможные сценарии — как вызывающие те или иные позитивные или негативные отклонения от соответствующих базисному сценарию (проектных) значений параметров эффективности. Наличие или отсутствие риска, связанное с осуществлением того или иного сценария, устанавливает каждый участник проекта по величине и знаку соответствующих отклонений. Риск, связанный с возникновением тех или иных условий реализации проекта, зависит от того, с точки зрения чьих интересов его оценивают (риск участника проекта, акционера, кредитора и т. д.). Отдельные факторы неопределенности учитывают в расчетах эффективности, если при неодинаковых значениях данных факторов затраты и результаты по проекту существенно различаются. В «Методических рекомендациях» определено, что «проект считается устойчивым, если при всех сценариях он оказывается эффективным и финансово реализуемым, а возможные неблагоприятные последствия устраняются мерами, предусмотренными организационно-экономическим механизмом проекта». Если такие меры не позволяют повысить устойчивость проекта, то он отвергается предприятием (проектоустроителем).

Инвестиционные риски систематизируют по формам проявления; по формам инвестирования; по источникам возникновения (рис. 3.2).

Поясним понятия систематического и несистематического рисков. Первый из них характерен для всех участников инвестиционного процесса и определяется объективными факторами:

1) сменой стадий экономического цикла развития страны;
2) изменением ситуации на рынке инвестиционных товаров;
3) новациями налогового законодательства в сфере инвестирования;

4) амортизационной политикой органов государственной власти;

5) денежно-кредитной политикой государства (повышением или понижением учетной ставки банковского процента и др.).

Систематический риск является недиверсифицируемым для каждого конкретного инвестора. Он может возникнуть неожиданно, и его последствия трудно спрогнозировать.

Несистематический (специфический) риск характерен для конкретного проекта или инвестора. Негативные последствия данного риска можно предотвратить или значительно снизить за счет более рационального управления инвестиционным портфелем.

В процессе оценки возможного размера финансовых потерь от инвестиционной деятельности используют абсолютные и относительные показатели. Абсолютный объем финансовых потерь, связанных с реальным инвестированием, представляет собой сумму потенциального убытка (ущерба), причиненного участнику проекта (инвестору) в связи с наступлением негативных обстоятельств. Относительный размер финансовых потерь выражают отношением суммы возможного убытка к избранному базовому показателю (к величине ожидаемого дохода от инвестиций или к сумме вложенного в данный проект капитала):

$$К_{ПР} = \frac{\sum Убытка}{И} \times 100,$$

где $К_{ПР}$ — коэффициент проектного риска, %; И — объем инвестиций (капиталовложений), направленных в конкретный проект.

Подобные финансовые потери можно считать низкими, если их уровень к объему инвестиций по проекту не превышает 5%; средними, если данный показатель находится в диапазоне от 5 до 10%; высокими — от 10 до 20%; очень высокими, если их уровень превышает 20%.

К наиболее распространенным методам анализа и оценки проектных рисков относят:

1) статистический;

2) анализ целесообразности затрат;

3) метод экспертных оценок;

4) метод использования аналогов;

5) анализ безубыточности проекта.

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

Показатель среднего квадратического (стандартного) отклонения (δ) по инвестиционному проекту рассчитывают по формуле:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} \left(Д_Р - \bar{Д}_0\right)^2 \times Р},$$

где n — число наблюдений ($i = 1, 2, 3, ..., n$); $Д_р$ — расчетный доход по конкретному инвестиционному проекту при различных значениях конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров (высокой, средней, низкой); $\bar{Д}_0$ — средний ожидаемый доход (чистые денежные поступления от проекта, *NPV*); $Р_i$ — величина вероятности, которая соответствует расчетному доходу при различных значениях конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров (общая величина $Р = 1{,}0$), доли единицы. Значение $Р_i = 0{,}1, 0{,}2, 0{,}3$ и т. д. устанавливают экспертным путем для различных значений рыночной конъюнктуры (высокой, средней и низкой).

Вариация выражает изменение (колебаемость) количественной оценки признака при переходе от одного случая (варианта) к другому. Например, изменение экономической рентабельности активов (собственного капитала, инвестиций и др.) можно определить, суммируя произведение фактических значений экономической рентабельности активов ($ЭР_i$) на соответствующие вероятности ($Р_i$):

$$ЭР_а = \sum_{i=1}^{n} ЭР_i \times Р_i .$$

Средневзвешенную дисперсию по правилам математической статистики устанавливают по формуле:

$$d^2 = \sum_{i=1}^{n} \left(ЭР_i - \overline{ЭР_а}\right)^2 \times Р;$$

где d^2 — параметр средневзвешенной дисперсии (процента в квадрате), %; $ЭР_i$ — экономическая рентабельность актива i-го вида, %;

$\overline{ЭР_а}$ — среднее значение экономической рентабельности активов, %; P_i — значение вероятности получения дохода по активу *i*-го вида, доли единицы.

Экономическую рентабельность активов ($ЭР_а$) вычисляют по формуле:

$$ЭР_а = \frac{БП\ (ЧП)}{\overline{А}} \times 100,$$

где БП (ЧП) — бухгалтерская или чистая прибыль в расчетном периоде; $\overline{А}$ — средняя стоимость активов в данном периоде.

Стандартное отклонение вычисляют как квадратный корень из средневзвешенной дисперсии $\sqrt{d^2}$. Чем выше будет полученный результат, тем более рисковым считают соответствующий актив (процент).

Коэффициент вариации (*CV*) позволяет оценить уровень риска, если показатели средних ожидаемых доходов по активу (проекту) различаются между собой:

$$CV = \frac{\delta}{\overline{Д}},$$

где *CV* — коэффициент вариации, доли единицы; δ — показатель среднего квадратического (стандартного) отклонения; $\overline{Д}$ — средний ожидаемый доход (чистые денежные поступления, *NPV*) по активу (проекту).

При сравнении активов (реальных или финансовых) предпочтение отдают тому из них, по которому значение *CV* минимальное, что свидетельствует о наиболее благоприятном соотношении риска и дохода. Статистический метод расчета уровня риска требует наличия большого объема информации, которая не всегда имеется у инвестора (проектоустроителя).

Анализ целесообразности затрат ориентирован на выявление потенциальных зон риска. Перерасход инвестиционных затрат по сравнению с параметрами проекта может быть вызван следующими причинами:

- изменением границ проектирования;
- возникновением дополнительных затрат у подрядчика в ходе строительства объекта;

- первоначальной недооценкой стоимости проекта;
- различием в производительности (например, в продуктивности нефтяных и газовых скважин);
- несовпадением в эффективности проектов (доходности, окупаемости капиталовложений, безопасности).

Эти ключевые факторы могут быть детализированы с целью определения уровня риска, осуществляемых капитальных проектов.

Метод экспертных оценок основан на анкетировании заключений специалистов-экспертов. По степени влияния на уровень проектного риска эксперты часто располагают факторы в следующей последовательности: стоимость проекта, объемы подлежащих выполнению работ (в физическом и денежном выражении), сроки их выполнения, источники финансирования (внутренние и внешние) и цена их привлечения для инициатора проекта. Данные факторы оказывают непосредственное влияние на устойчивость и финансовый результат (эффект) проекта.

Полученные статистические результаты обрабатывают в соответствии с поставленной аналитической задачей. Для получения более достоверной информации к участию в экспертизе привлекают специалистов, имеющих высокий профессиональный уровень и большой практический опыт работы в области инвестиционного проектирования.

Метод применения аналогов заключается в использовании сходства, подобия явлений (проектов) и их сопоставлении с другими аналогичными объектами. Для данного метода, как и для метода экспертных оценок, характерен определенный субъективизм, поскольку решающее значение при оценке проектных рисков имеют интуиция, опыт и знания экспертов и аналитиков.

Степень устойчивости проекта к возможным колебаниям условий реализации может быть оценена с помощью показателей границ безубыточности и предельных значений таких параметров проекта, как объем и издержки производства, цена производимой продукции и др. Подобные показатели часто используют для определения влияния возможного изменения параметров проекта на его финансовую реализуемость. Границу безубыточности параметра проекта для некоторого шага расчетного периода устанавливают с помощью коэффициента

к значению этого параметра на данном шаге, при использовании которого чистая прибыль в проекте (на этом шаге) равна нулю.

Уровень безубыточности (критическую точку безубыточности) определяют для проекта в целом. Безубыточность хозяйственной деятельности, связанной с объектом инвестирования (на стадии его эксплуатации), достигается при таком объеме производства (или продаж), который равен сумме текущих (операционных) издержек. График безубыточности представлен на рис. 3.3.

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

$$Q_{пор} = \frac{FC}{1 - VC},$$

где FC — условно постоянные (стабильные издержки в стоимостном выражении; VC — доля условно-переменных издержек (материальных затрат, расходов на оплату труда производственных рабочих и др.) в объеме производства, доли единицы.

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

$$Q_{физ} = \frac{Q_{пор}}{Ц_Р},$$

где $Q_{пор}$ — пороговый объем производства в стоимостном выражении; $Ц_р$ — цена реализации единицы товара.

При использовании указанных формул все цены и издержки производства учитывают без НДС и иных косвенных налогов.

Коэффициент безубыточности проекта ($К_{бу}$) вычисляют по формуле:

$$К_{бу} = \frac{C - VC}{S - VC},$$

где $К_{бу}$ — коэффициент безубыточности на соответствующем шаге расчета эффективности проекта, доли единицы; C — общие издержки (условно-постоянные и условно-переменные) на соответствующем шаге расчета в абсолютном выражении; S — выручка от продажи товаров (без косвенных налогов); VC — условно-переменные издержки, изменяющиеся пропорционально объему выручки от продажи товаров.

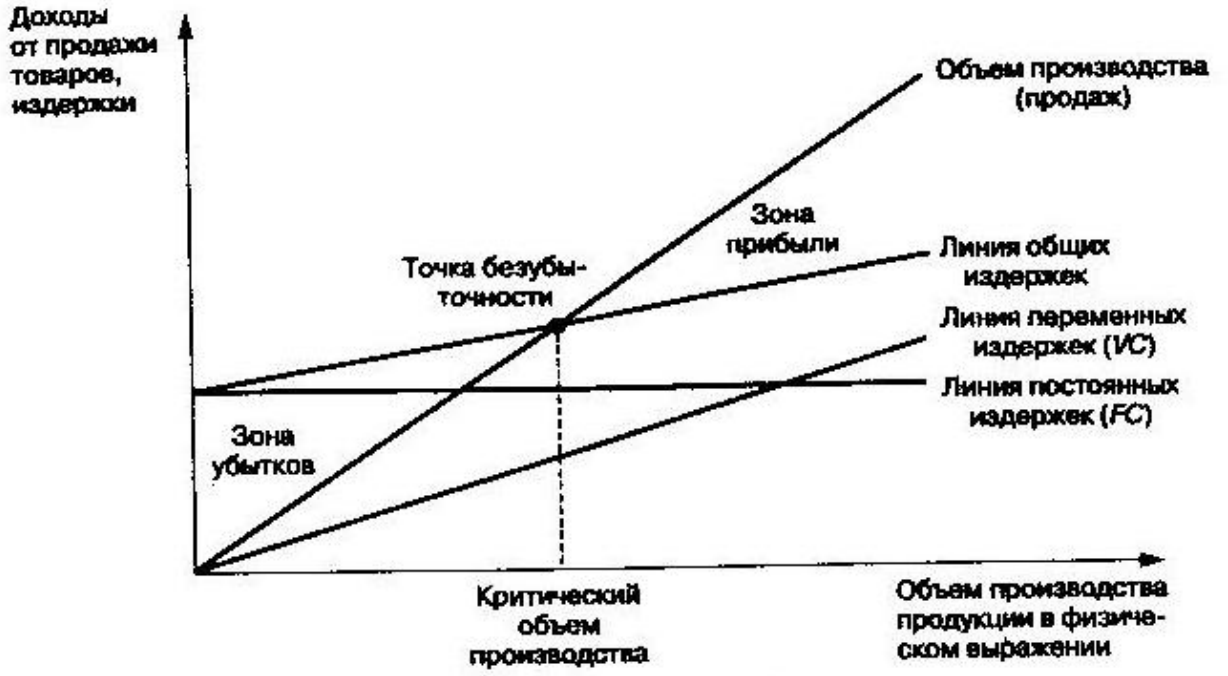

Рис. 3.3. Линейный график безубыточности капитального проекта

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

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

1. На случай наступления неблагоприятных обстоятельств должны быть приняты меры по снижению проектных рисков за счет создания резервов материальных и денежных ресурсов, производственных мощностей для возможной переориентации деятельности предприятия.

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

Контрольные вопросы

1. Назовите основные причины возникновения инвестиционных рисков.
2. Приведите систематизацию проектных рисков.
3. Охарактеризуйте основные методы анализа и оценки проектных рисков.
4. Раскройте содержание статистического метода оценки проектного риска.
5. Сформулируйте методику расчета коэффициента безубыточности проекта.
6. Расскажите о линейном графике безубыточности капитального проекта.
7. Перечислите основные способы защиты от проектных рисков.

Глава 4
Оценка инвестиционных качеств и эффективности финансовых активов

Прочитав эту главу, вы сможете:

- познакомиться с содержанием финансовых активов предприятий (корпораций);
- охарактеризовать тенденции развития финансового рынка в России;
- назвать виды ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке;
- рассказать о выпуске и обращении эмиссионных ценных бумаг;
- оценить стоимость и доходность корпоративных ценных бумаг;
- узнать о рейтинговой оценке эмиссионных ценных бумаг;
- оценить инвестиционную привлекательность финансовых инструментов эмитента на фондовом рынке.

4.1. Общая характеристика финансовых активов предприятий (корпораций)

Экономические преобразования в России направлены на развитие рыночных отношений, ускорение темпов экономического роста и повышение конкурентоспособности экономики страны. Важная роль в достижении этих целей принадлежит финансовому рынку, который призван обеспечить трансформацию сбережений в инвестиции.

В стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. отмечено, что «несмотря на высокие темпы развития финансового рынка, российские компании, как и государство

в целом, пока не рассматривают институты финансового рынка в качестве основного механизма привлечения инвестиций»[1].

Приоритетными источниками финансирования долгосрочных инвестиций на предприятиях России остаются собственные средства либо займы и первичные размещения акций на зарубежных финансовых рынках (IPO). В то же время внутренний финансовый рынок испытывает дефицит ликвидности по качественным активам, а наиболее крупные объемы сделок с российскими активами осуществляют на зарубежных фондовых биржах, куда уходит основная масса акций, находящихся в свободном обращении. Поэтому государство ставит цель — превратить финансовый рынок в один из основных механизмов реализации инвестиционных программ корпоративного сектора экономики с одновременным созданием условий для эффективного инвестирования частных накоплений и средств обязательных накопительных систем.

Ожидается, что в 2008 г. привлечение финансовых ресурсов посредством размещения отечественными компаниями акций и облигаций на внутреннем финансовом рынке составит не менее 20% от общего объема долгосрочных инвестиций в основной капитал крупных и средних предприятий вместо 1–2% в 2006 г. С учетом привлечения кредитов и займов у российских банков и на международном рынке капитала этот показатель достигнет 35–40%.

Одной из важных тенденций реструктуризации предприятий становится формирование корпоративных структур в виде открытых акционерных обществ, холдингов, финансово-промышленных групп (ФПГ). Поэтому актуальна проблема управления их инвестиционным портфелем, состоящим из реальных и финансовых активов.

Выражение части капитала предприятия в форме финансовых активов (вложений) предполагает функционирование развитого рынка ценных бумаг как эффективного механизма привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. Для целей учета, анализа и контроля финансовые активы (вложения) должны обладать следующими единовременными свойствами:

- иметь форму надлежаще составленных документов, подтверждающих существование права у предприятия на эти финансовые

[1] Данная стратегия, утверждена Правительством РФ 01.06.2006 г.

активы и на получение денежных средств или иных активов, вытекающих из этого права;

- переходить к предприятию-инвестору финансовых рисков, связанных с данными активами (риски изменения цены, неплатежеспособности должника, ликвидности и др.);
- быть способными приносить владельцу экономические выгоды (доход) в будущем в форме процентов, дивидендов либо прироста стоимости финансовых активов (в виде разницы между ценой продажи (погашения) и ценой его покупки).

К финансовым активам (вложениям) предприятий (корпораций) относят:

- государственные и муниципальные ценные бумаги;
- корпоративные ценные бумаги (акции и облигации);
- депозитные вклады в банках;
- денежные средства, находящиеся на счетах в банках и в кассе;
- вклады в уставные (складочные) капиталы сторонних организаций;
- предоставленные другим организациям займы и пр.

Долгосрочные и оперативные управленческие решения определяются составом финансовых активов (вложений), наличием профессиональных участников фондового рынка, предоставляющих различные услуги инвесторам, состоянием законодательной базы, регламентирующей взаимоотношения между участниками данного рынка.

Степень развития указанных элементов и форм их взаимодействия в рамках инвестиционного процесса определяет эффективность функционирования рынка ценных бумаг и возможность достижения целей, поставленных его участниками.

Мобилизацию временно свободных денежных средств и их инвестирование в различные виды активов акционерных компаний осуществляют посредством выпуска и обращения ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций).

Ценной бумагой признают документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при

его предъявлении. С передачей ценной бумаги удостоверенные ею права в совокупности переходят к другому лицу. Утрата ценной бумаги лишает возможности реализовать выраженное в ней право. Согласно ГК РФ (часть первая), можно выделить следующие отличительные признаки эмиссионных ценных бумаг (ЭЦБ):

- это документы;
- составляют их по установленной форме;
- они удостоверяют имущественное право;
- осуществление или передача имущественных прав возможны только при предъявлении этих документов;
- размещаются выпусками.

С позиции инвестиционного менеджмента можно выделить дополнительные признаки ЭЦБ:

- ценные бумаги — денежные документы, удостоверяющие имущественное право в форме титула собственности (акции акционерных обществ) или имущественное право как отношение займа владельца документа к эмитенту (корпоративные облигации);
- ценные бумаги — документы, свидетельствующие об инвестировании средств;
- акции акционерных обществ выражают требования, предъявляемые к реальным активам;
- ценные бумаги приносят их владельцам определенный доход в форме дивидендов и процентов.

Последнее свойство делает их собственников капиталовладельцами.

Эмиссионные ценные бумаги могут выступать объектом следующих операций:

- выпуска (эмиссии) для первичного размещения на фондовом рынке (например, для формирования уставного капитала вновь образуемого акционерного общества);
- обращения, то есть купли-продажи путем заключения гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ЭЦБ;

- погашения, то есть изъятия из обращения с выплатой владельцам соответствующего вознаграждения (например, при уменьшении уставного капитала акционерного общества);
- залога и страхования (например, высоколиквидные ценные бумаги — акции известного эмитента — предоставляют возможность акционерному обществу получить в банке ссуду под их залог;
- срочных контрактов на фондовой бирже (опционных и фьючерсных сделок);
- обмена одних ценных бумаг на другие — операции СВОП (например, корпоративных облигаций на обыкновенные акции).

Виды прав, которые удостоверяют ЭЦБ, обязательные реквизиты, требования к форме ценной бумаги и другие необходимые требования определяются законодательством РФ.

Отсутствие обязательных реквизитов или несоответствие их установленной форме влечет за собой недействительность ценной бумаги.

Многообразие видов ценных бумаг определяет множественность их классификации.

Контрольные вопросы

1. Расскажите о стратегии развития финансового рынка на 2006–2008 гг.
2. Приведите ключевые особенности финансовых активов.
3. Назовите характерные признаки эмиссионных ценных бумаг.

4.2. Документарные и бездокументарные ценные бумаги

Эмиссионные ценные бумаги выпускают в документарной и бездокументарной формах. Особенность документарной формы (акций и корпоративных облигаций) выражается в том, что их владельца устанавливают на основании предъявления надлежащим образом оформленного сертификата ценной бумаги или, в случае его депонирования, по записям на счете «депо» в депозитарии.

Сертификат эмиссионной ценной бумаги — документ, выпускаемый эмитентом и подтверждающий совокупность прав на указанное

в этом документе количество ценных бумаг. Владелец ценной бумаги вправе требовать от эмитента исполнения его обязательств по данному сертификату. Владельца бездокументарных ценных бумаг определяют на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае их депонирования, на основании записи по счету «депо» в депозитарии.

Права, удостоверенные ценной бумагой, могут принадлежать:

1) предъявителю ценной бумаги (финансовый инструмент на предъявителя);
2) названному в ценной бумаге лицу (именная ценная бумага);
3) названному в ценной бумаге лицу, которое само вправе реализовать права или назначить своим распоряжением другое уполномоченное лицо (ордерная ценная бумага).

Для передачи другому лицу прав, удостоверенных ценной бумагой на предъявителя, достаточно передать ее другому лицу. Права, удостоверенные именной ценной бумагой, передают в порядке, предусмотренном для уступки требований (цессии). Цессия — уступка требований одного лица в пользу другого. Ордерную ценную бумагу выписывают на имя первого приобретателя или по его «приказу». Это означает, что указанные в них права можно передавать, исходя из произведенной на ценной бумаге передаточной надписи, или индоссамента. Индоссамент, совершенный по ценной бумаге, переносит все права по ней на лицо, в пользу которого сделана передаточная надпись, — индоссанта. Последнее несет ответственность не только за наличие права, но и за его осуществление. Сам процесс передачи права на платеж по ценной бумаге называют индоссацией.

Индоссамент бывает бланковым (без указания лица, в пользу которого должно быть осуществлено исполнение). Индоссамент может быть ограничен только поручением выполнять права, предусмотренные ценной бумагой, без передачи этих прав индоссату (перепоручительный индоссамент). В данном случае индоссат выступает в качестве представителя индоссанта. Лицо, которое выдает ценную бумагу, и остальные лица, подписавшие ее, отвечают солидарно перед ее владельцем.

В случае удовлетворения требований законного владельца ценной бумаги об исполнении предусмотренного в ней обязательства рядом

лиц из числа обязавшихся до него по данной бумаге, эти последние получают право обратного требования (регресса) к остальным лицам, индоссировавшим эту ценную бумагу. Отказ от выполнения обязательств по ценной бумаге со ссылкой на отсутствие основания обязательства либо на его недействительность не допускается.

Проиллюстрируем содержание операций с ценными бумагами на примере движения простого и переводного векселей. Если выписывают простой (соло) вексель, то плательщик является векселедателем. Он обязуется перечислить векселедержателю определенную сумму денег в обусловленный срок и в установленном месте.

Процесс обращения простого векселя осуществляют в следующей последовательности.

1. Векселедатель (покупатель-плательщик) выписывает вексель поставщику (получателю платежа) — кредитору.
2. Поставщик (векселедержатель) отгружает товар или оказывает услуги векселедателю.
3. Векселедержатель предъявляет в установленный срок вексель к оплате.
4. Векселедатель оплачивает товар (выполненные работы, оказанные услуги) и гасит вексель.

При использовании простого векселя в сделке участвуют только два партнера — векселедатель и векселедержатель.

В случае использования переводного векселя (тратты) в сделке участвуют несколько юридических и физических лиц. Переводной вексель представляет собой письменное предложение векселедателя (кредитора-трассанта) другому лицу — заемщику (трассату) перечислить определенную сумму денежных средств третьему лицу (предъявителю-ремитенту). Если трассат акцептует вексель (или вексель им уже акцептован), но не производит платежа по нему, то возникает протест векселя. В данном случае векселедержатель предъявляет его в порядке регрессионного иска для безусловного взыскания денежных средств. Протест векселя является публичным актом нотариальной конторы, которая официально фиксирует отказ от платежа по векселю. Нотариальная контора в день принятия его к протесту предъявляет его плательщику с требованием об оплате. Если плательщик отвечает отказом, то нотариус составляет акт о протесте векселя.

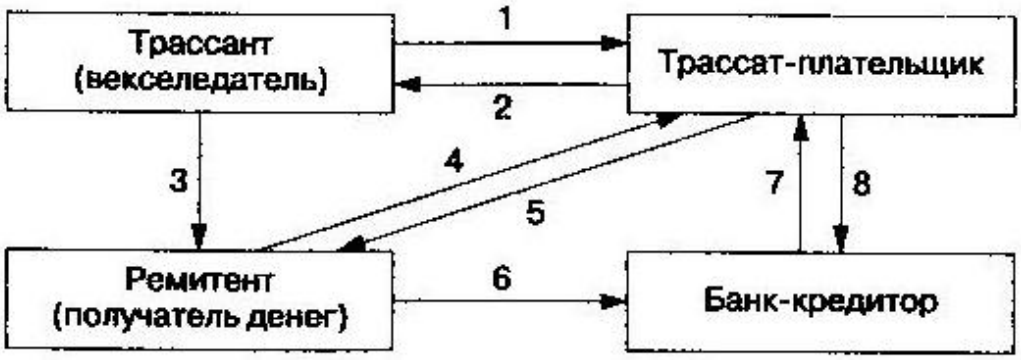

Рис. 4.1. Процесс обращения переводного векселя

После совершения процедуры протеста вексель через банк возвращают векселедержателю, который получает право на взыскание платежа по нему в судебном порядке.

Если на векселе были сделаны индоссаменты (передаточные надписи), то последний векселедержатель, не получивший платеж, вправе предъявить иск к любому индоссанту. Платеж по акцептованному переводному векселю может быть дополнительно гарантирован посредством выдачи вексельного поручительства — аваля. Аваль предоставляет третье лицо (банк) как за первоначального, так и за каждого последующего должника по данному векселю. Аваль оформляют специальной надписью авалиста на лицевой стороне документа. В авале указывают, за кого выдано поручительство, место и дату выдачи, ставят подписи первых должностных лиц банка и его печать. Авалист и лицо, за которое он поручился, несут солидарную ответственность за платеж по векселю.

В случае оплаты векселя авалистом, к нему переходят все права, вытекающие из этого документа. Авалирование векселей повышает их надежность, что способствует развитию вексельного обращения. Процесс обращения переводного векселя приведен на рис. 4.1.

На рисунке операция 1 — векселедержатель (трассант) направляет плательщику (трассату) товар, а также переводной вексель (тратту), выписанный на плательщика. Операция 2 — плательщик (трассат) акцептует вексель и возвращает его векселедержателю (трассанту). Операция 3 — векселедержатель (трассант) направляет акцептованный вексель ремитенту (получателю денег). Операция 4 — ремитент направляет переводной вексель к оплате трассату. Операция 5 — трассат дает распоряжение банку об оплате векселя и одновременно гасит его, делая отметку об оплате на его оборотной стороне. Операция 6

— ремитент отправляет вексель банку-кредитору. Операция 7 — кредитор высылает вексель в банк трассата для взыскания денег на свой счет. Операция 8 — денежные средства поступают в погашение ранее выданного кредита (под залог векселя).

Из представленного рис. 4.1 видно, что при наступлении срока платежа банк-кредитор предъявляет вексель к оплате трассату (плательщику), который его акцептовал. Трассат перечисляет деньги кредитору и гасит вексель. Кредитор, в свою очередь, может быть должником по отношению к трассату, и вексель в таком случае направляют ему в качестве оплаты. Трассат при этом уведомляет кредитора, что принял вексель в оплату долга. Ремитент также может быть должником кредитора и, делая передаточную надпись на векселе, гасит свои обязательства перед кредитором.

Векселя различают в зависимости от сферы их применения и характера сделок, положенных в основу их выпуска, а также характера обеспечения (товарами, денежными средствами и пр.). Различают коммерческие, финансовые и фиктивные векселя.

Коммерческие векселя опосредуют сделки по купле-продаже товаров. Такой вексель выдают под залог товара, то есть в целях кредитования торговых операций. Покупатель, не обладая в момент сделки достаточной суммой свободных денежных средств, предлагает продавцу вместо них другой платежный инструмент — вексель. Он может быть его собственным или сторонним, но индоссированным, то есть имеющим передаточную надпись. Поэтому коммерческие векселя выступают основой вексельного оборота. Финансовыми векселями оформляют кредитные сделки в денежной форме. К таким финансовым инструментам относят банковские и казначейские векселя. Последние эмитирует государство. Конечно, по казначейским и другим финансовым векселям уплачивают определенный процент за пользование временно предоставленными денежными средствами.

Фиктивные (дружеские) векселя не связаны с реальным оборотом материальных и денежных ресурсов. Их выписывают с целью учета в банке для получения ссуды под их залог, которая ничем не обеспечена. Надежность векселя выступает ключевым элементом в системе вексельного обращения. Ее обеспечивают с помощью расширения круга лиц, ответственных по векселю и обязанных платить по нему при наступлении определенных обстоятельств.

Следует отметить, что банки осуществляют с векселями целый ряд операций, таких как учет векселей (их переучет Центральным банком РФ), выдачу ссуд под их залог, акцепт и аваль векселей, а также комиссионные операции с этими платежными документами.

Контрольные вопросы

1. По каким признакам определяют владельца бездокументарной ценной бумаги?
2. Назовите виды прав, удостоверенных ценной бумагой.
3. Раскройте содержание операций с простым и переводным векселями.

4.3. Денежные и капитальные ценные бумаги

По сроку обращения ценные бумаги классифицируют на денежные и капитальные. Денежные ценные бумаги характеризуют краткосрочное заимствование денег (на срок до одного года). К ним относят коммерческие и банковские векселя, депозитные сертификаты до востребования, коносаменты, чеки, аккредитивы, платежные поручения и другие инструменты денежного рынка. Доход по этим бумагам носит разовый или краткосрочный характер. Чаще их используют в качестве платежного средства по финансовым обязательствам.

Капитальные ценные бумаги выпускают для формирования или увеличения уставного капитала либо долгосрочных пассивов, что необходимо для расширения производственно-коммерческой деятельности акционерных обществ (корпораций). Они обращаются на рынке капитала. Государственные долговые обязательства (облигации федеральных и субфедеральных займов) также обращаются на рынке капитала.

Капитальные ценные бумаги систематизируют на долевые и долговые. К долевым ценным бумагам относят акции, которые подразделяют на обыкновенные и привилегированные (префакции).

Обыкновенная акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его

ликвидации (после удовлетворения претензий кредиторов). Акция является именной ценной бумагой. Конвертация обыкновенных акций в префакции, облигации и иные ценные бумаги не допускается.

Номинальная стоимость акций общества, приобретенных акционерами, составляет его уставный капитал. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций должна быть одинаковой. Уставный капитал общества определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующего интересы его кредиторов. Общества вправе размещать как обыкновенные, так и привилегированные акции. Номинальная стоимость последних не должна превышать 25 % от уставного капитала.

Все акции общества подразделяют на размещенные и объявленные. Уставом общества должны быть установлены количество, номинальная стоимость акций, приобретенных акционерами (размещенные акции), и права, предоставляемые данными акциями.

В уставе общества могут быть определены количество, номинальная стоимость, категории (типы) акций, которые общество вправе размещать дополнительно к размещенным акциям (объявленные акции), и права, предоставляемые этими ценными бумагами. При отсутствии в уставе этих положений общество не вправе размещать дополнительные акции. Уставом общества устанавливают порядок и условия размещения объявленных акций.

Акции общества, распределенные при его учреждении, должны быть полностью оплачены в течение года с момента государственной регистрации общества, если меньший срок не предусмотрен договором о его создании. Не менее 50 % акций, распределенных при учреждении, должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента государственной регистрации общества. Акция, принадлежащая учредителю, не дает права голоса до момента ее полной оплаты. В случае неполной оплаты акций в течение года право собственности на те из них, цена размещения которых соответствует неоплаченной сумме, переходит к обществу. Договором о создании общества может быть предусмотрено взыскание неустойки (пени, штрафа) за неисполнение обязанности по оплате акций. Акции, право собственности на которые перешло к обществу, не предоставляют права голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Такие акции должны быть реализованы обществом по цене не ниже их номинальной стоимости не позднее года после их приобретения

обществом. В ином случае оно должно принять решение о снижении его уставного капитала. Если общество не примет в разумный срок решения об уменьшении его уставного капитала, то орган, осуществляющий государственную регистрацию, вправе предъявить в суд требование о ликвидации общества.

Дополнительные акции и иные эмиссионные ценные бумаги, размещаемые путем подписки, размещают при условии их полной оплаты. Оплату акций, распределяемых среди учредителей общества при его учреждении, дополнительных акций, размещаемых посредством подписки, можно осуществлять деньгами, ценными бумагами, другими вещами или имущественными правами либо иными правами, имеющими денежную оценку. Форму оплаты акций общества при его учреждении определяют договором о его создании, а дополнительных акций — решением об их размещении. Оплату иных эмиссионных ценных бумаг осуществляют только денежными средствами. Устав может содержать ограничения на виды имущества, которым могут быть оплачены акции общества. Денежную оценку имущества, вносимого в оплату акций при его учреждении, производят по соглашению между учредителями.

При оплате акций не денежными средствами, а имуществом, для определения его рыночной стоимости привлекают независимого оценщика. Величина денежной оценки имущества, произведенной учредителями общества и советом директоров, не должна быть выше величины оценки, выполненной независимым оценщиком.

Привилегированная акция (префакция) — ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на гарантированное получение части чистой прибыли эмитента (в форме дивиденда). Размер дивиденда устанавливают при ее выпуске. Владелец префакций имеет преимущественное право на получение части имущества эмитента в случае его ликвидации. Держатели обыкновенных акций несут более высокий риск, связанный с деятельностью эмитента, поэтому обладают правом голоса на общем собрании акционеров. Владельцы префакций такого права не имеют.

Префакции систематизируют на следующие виды:

1) кумулятивные — самый распространенный вид префакций, который предусматривает, что любые причитающиеся, но не объявленные дивиденды накапливают и выплачивают по этим

акциям до объявления о выплате дивидендов по обыкновенным акциям;

2) некумулятивные – такие префакции, по которым их держатели утрачивают дивиденды за любой период, за который совет директоров акционерного общества не объявил их выплату;

3) с долей участия – подобные префакции предоставляют их владельцам право на получение дополнительных дивидендов сверх объявленной суммы, если дивиденды по обыкновенным акциям больше объявленной суммы (то есть они дают владельцам право на участие в остатке прибыли);

4) конвертируемые – могут быть обменены на установленное количество обыкновенных акций по оговоренной цене, поэтому динамика курсов данных префакций намного ближе к динамике курсов обыкновенных акций по сравнению с другими префакциями;

5) с корректируемой ставкой дивидендов – дивиденды по этим акциям корректируют (обычно ежеквартально) на основе динамики процентных ставок по другим краткосрочным финансовым инструментам (по государственным ценным бумагам, по депозитным вкладам и пр.);

6) отзывные – предоставляют право акционерному обществу отозвать, то есть выкупить их по цене с надбавкой к номиналу.

Указанные выше признаки префакций можно комбинировать, например: могут существовать конвертируемые кумулятивные префакции с долей участия и др.

В российской практике права акционеров – владельцев префакций имеют следующие особенности:

1) в уставе акционерного общества должны быть установлены размер дивиденда и/или стоимость по префакциям каждого типа. Размер дивиденда и ликвидационную стоимость определяют в твердой денежной сумме или в процентах от номинальной стоимости префакций. Размер дивиденда и ликвидационную стоимость считают определенными, если уставом общества установлен порядок их расчета. Владельцы префакций, по

которым не зафиксирован размер дивиденда, имеют право на его получение наравне с держателями обыкновенных акций;

2) если в уставе общества предусмотрены префакции двух и более типов, по каждому из которых определен размер дивиденда, то уставом должна быть также установлена очередность выплаты дивидендов по каждому из них, а если уставом предусмотрены префакции двух или более типов, по каждому из которых определена ликвидационная стоимость, — то очередность выплаты ликвидационной стоимости по каждому из них;

3) уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или частично выплаченный дивиденд по префакциям определенного типа, величина которого определена уставом, накапливают и выплачивают не позднее срока, зафиксированного в уставе (кумулятивные префакции). Если уставом подобный срок не установлен, то префакции не признают кумулятивными;

4) в уставе общества может быть зафиксирована конвертация префакций определенного типа в обыкновенные акции либо префакции других типов по требованию акционеров, или конвертация всех акций этого типа в срок, определенный уставом. В данном случае уставом на момент принятия решения, которое служит основанием для размещения конвертируемых префакций, должны быть определены порядок их конвертации, количество конвертируемых акций и иные условия конвертации.

Конвертация префакций в облигации и иные ценные бумаги (за исключением акций) не допускается. Конвертацию префакций в обыкновенные акции и префакции иных типов разрешают только в том случае, если это предусмотрено уставом общества, а также при его реорганизации. Акционеры — владельцы префакций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса только при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества.

Акционеры — владельцы кумулятивных префакций определенного типа вправе участвовать в общем собрании с правом голоса по всем вопросам компетенции, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором должно быть принято решение о выплате по этим акциям в полном размере накопленных

дивидендов, если подобное решение не было принято или принято решение о неполной выплате дивидендов. Право акционеров — владельцев кумулятивных префакций определенного типа участвовать в общем собрании акционеров прекращают с момента выплаты всех накопленных по указанным акциям дивидендов в полном размере.

К долевым ценным бумагам относят все виды облигаций, поскольку они удостоверяют отношения займа. Облигации могут быть краткосрочными (со сроком погашения до одного года) и долгосрочными (со сроком погашения свыше одного года). По истечении определенного срока заемщик обязан вернуть кредитору обозначенную на облигации сумму (вместе с процентами).

В решении о выпуске облигаций должны быть зафиксированы форма, сроки и иные условия их погашения. Облигация имеет номинальную стоимость. Номинальная стоимость всех эмитированных акционерным обществом облигаций не может быть выше размера уставного капитала либо величины обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели их выпуска. Размещение облигаций возможно только после полной оплаты уставного капитала общества. Эти ограничения не распространяют на выпуск облигаций с ипотечным покрытием.

Общество вправе размещать облигации с единовременным сроком погашения или с погашением по сериям в определенные сроки. Погашение облигаций можно осуществлять в денежной форме или иным имуществом, исходя из решения об их выпуске.

Общество вправе размещать облигации, обеспеченные залогом определенного имущества, либо облигации под обеспечение, предоставленное обществу для целей их выпуска третьими лицами, и облигации без обеспечения. Размещение облигаций без обеспечения возможно не ранее третьего года деятельности общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

Облигации могут быть именными и на предъявителя. При выпуске именных облигаций общество обязано вести реестр их владельцев. Корпоративные облигации обладают свойством обратимости (конвертируемости), то есть могут обмениваться на обыкновенные акции того же эмитента. Большое значение для владельцев конвертируемых облигаций имеют конверсионный коэффициент ($К_к$) и конверсионная цена.

Пример.

$К_К = 10 : 1$ означает, что при конверсии облигации можно приобрести 10 обыкновенных акций. На основании этого коэффициента вычисляют конверсионную цену путем деления номинала на конверсионный коэффициент. Допустим, номинал облигации 500 руб. разделим на конверсионный коэффициент (10) и получим конверсионную цену одной обыкновенной акции — 50 руб.

Акционерное общество вправе предусмотреть возможность досрочного погашения облигаций по желанию их владельцев. В этих целях в решении об эмиссии облигаций должны быть зафиксированы стоимость погашения и срок, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению.

Общество не может размещать облигации, конвертируемые в акции, если количество объявленных акций с определенных категорий и типов меньше количества акций данных категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют такие ценные бумаги.

Следует иметь в виду, что средства, мобилизуемые акционерным обществом от выпуска облигаций, увеличивают его долгосрочные обязательства, но не повышают уставный капитал.

Контрольные вопросы

1. Приведите характерные особенности денежных и капитальных ценных бумаг.
2. Назовите характерные признаки акции как эмиссионной ценной бумаги.
3. Приведите классификацию привилегированных акций.
4. Расскажите о правах, которыми обладают владельцы привилегированных акций.
5. Назовите отличительные признаки корпоративных облигаций.

4.4. Производные ценные бумаги

На срочном рынке представлены производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы и др.). Они удовлетворяют право их владельца на покупку или продажу ценных бумаг (например, акций) в определенном количестве и по фиксированной цене в будущем.

Характерные особенности опциона следующие:

- опцион — вид биржевой сделки, выраженной в форме биржевого контракта на покупку или продажу определенного вида ценных бумаг — базового актива (акций) по фиксированной цене в пределах согласованного срока;
- опцион совершают по определенной в момент совершения сделки цене;
- при получении права на опцион покупатель уплачивает продавцу премию в оговоренном в контракте размере;
- опцион на покупку (продажу) предоставляет только право, но не является обязательством купить (продать) ценные бумаги по фиксированной цене;
- объектом опциона выступает контракт, который включает вид ценных бумаг, их количество, цену, период реализации контракта и условия его выполнения;
- в пределах установленного срока продажи покупатель опциона вправе продать его по текущей рыночной цене третьему лицу.

Законодательством РФ о ценных бумагах определены особенности эмиссии опциона эмитента. Он не вправе размещать опционы, если количество объявленных акций эмитента ниже количества акций, право на покупку которых предоставляют опционы. Количество акций определенной категории (типа), право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не должно превышать 5% акций этой категории (типа), размещенных на дату представления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента.

Решение о выпуске опционов эмитента может содержать ограничения на их обращение. Размещение опционов эмитента возможно только после полной оплаты уставного капитала акционерного общества.

Фьючерсный контракт аналогичен форвардному контракту, но обладает той особенностью, что выгоду и потери определяют ежедневно, а не в расчетный день. Если покупают фьючерсный контракт на нефть и цены на нее сегодня известны, то покупатель имеет прибыль, а продавец контракта — убыток. Продавец выплачивает покупателю

полную стоимость контракта. На следующий день сделка начинается заново при условии, что ни одна сторона не должна другой. По форвардным контрактам существует значительный риск невыплаты денежных средств в расчетный день.

С позиции игры на фондовом рынке отличия опциона от фьючерса следующие:

- заключение фьючерсного контракта не является прямым актом купли-продажи товара;
- расчет по истечении срока фьючерсного контракта — в отличие от опциона — обязателен;
- риск, связанный с фьючерской сделкой, может быть выше из-за колебания цен на фондовых и валютных биржах.

Каждую фьючерскую сделку регистрирует расчетная палата фондовой или валютной биржи. Порядок и условия таких сделок определяют в Положении, утвержденном руководителем биржи.

Исходя из Стратегии развития финансового рынка в РФ на 2006–2008 гг., необходимыми условиями становления рынка производных финансовых инструментов являются:

- обеспечение судебной защиты сделок, которые предполагают расчеты в зависимости от изменения цен на финансовые инструменты;
- законодательная защита средств клирингового центра и обеспечения, внесенного под открытые позиции по производным ценным бумагам;
- уточнение порядка учета опционов при создании резервов (кредитные организации) и расчетах собственного капитала (профессиональные участники фондового рынка) для эффективного долгосрочного хеджирования с помощью опционов;
- создание механизма защиты интересов для всех участников срочного финансового рынка, и прежде всего инвесторов.

Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) РФ должна определить требования к участникам срочного рынка, системе управления рисками операций с производными ценными бумагами, к учету таких бумаг, а также к активам, которые могут служить базой для производных финансовых инструментов.

Контрольные вопросы

1. Раскройте характерные особенности опциона.
2. Назовите отличительные особенности фьючерсного контракта.
3. Расскажите об основных направлениях развития рынка производных финансовых инструментов в России на ближайшие годы.

4.5. Решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг

Под выпуском эмиссионных ценных бумаг понимают совокупность этих бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость, если наличие такой стоимости предусмотрено законодательством РФ. Выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивают единый государственный регистрационный номер, который распространяют на все ценные бумаги данного выпуска.

Дополнительный выпуск эмиссионных ценных бумаг подразумевает совокупность этих бумаг, размещаемых дополнительно к ранее размещенным ценным бумагам того же выпуска. Ценные бумаги дополнительного выпуска размещают на одинаковых условиях.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг должно содержать следующую информацию:

- полное наименование эмитента, место его нахождения и почтовый адрес;
- дату принятия решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
- наименование уполномоченного органа эмитента, утвердившего решение о выпуске (дополнительном выпуске) этих бумаг;
- вид, категорию (тип) эмиссионных ценных бумаг;
- права владельцев, закрепленные этими бумагами, и условия их размещения;
- общее количество эмиссионных ценных бумаг в данном выпуске (дополнительном выпуске) с указанием, являются ли они именными или на предъявителя;

- номинальная стоимость данных бумаг, если ее наличие предусмотрено законодательством РФ;
- подпись лица, осуществляющего функции исполнительного органа эмитента, и его печать.

К решению о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг в документарной форме прилагают описание или образец сертификата. Сертификат эмиссионной ценной бумаги — документ, выпускаемый эмитентом и удостоверяющий совокупность прав на указанное в нем количество ценных бумаг. Владелец ценных бумаг вправе требовать от эмитента исполнения его обязательств на основании такого сертификата. Решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг утверждает совет директоров акционерного общества.

Решение о выпуске облигаций, исполнение обязательств эмитента, по которым предусмотрено залогом, поручительством или банковской гарантией, должно также содержать сведения о лице, предоставившем обеспечение, и об условиях обеспечения. Состав сведений о лице, предоставляющим обеспечение, определяет Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР РФ). В таком случае решение о выпуске облигаций должно быть также подписано лицом, предоставляющим обеспечение.

Решение о выпуске именных облигаций или документарных облигаций с обязательным централизованным хранением должно также содержать указание даты, на которую составляют список их владельцев для исполнения эмитентом обязательств по ним. Такая дата не может быть установлена ранее 14 дней до наступления срока исполнения обязательств по облигациям.

Эмитент не вправе изменять решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг в части объема прав по ценной бумаге, определенных этим решением, после государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) этих бумаг. Решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг составляют в трех экземплярах. После государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) этих бумаг один экземпляр решения остается на хранении в регистрирующем органе, а два других экземпляра выдают эмитенту.

В ситуации, когда ведение реестра владельцев именных эмиссионных ценных бумаг эмитента осуществляет регистратор, а также в случае, если размещаемые эмитентом ценные бумаги на предъявителя считаются эмиссионными с обязательным централизованным хранением, один экземпляр решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг эмитент передает на хранение регистратору или депозитарию, осуществляющему обязательное централизованное хранение.

При государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг на каждом экземпляре решения о выпуске данных бумаг делают отметку о его государственной регистрации и указывают присвоенный выпуску эмиссионных ценных бумаг государственный регистрационный номер. Эмитент и/или регистратор по требованию заинтересованного лица обязан предоставить ему копию решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг за плату, которая не превышает затраты на ее изготовление.

Контрольные вопросы

1. Раскройте содержание понятия «выпуск эмиссионных ценных бумаг».
2. Какую информацию содержит решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг?
3. Охарактеризуйте назначение сертификата эмиссионной ценной бумаги.

4.6. Процедура эмиссии корпоративных ценных бумаг

Эмиссия ценных бумаг — установленная федеральным законодательством последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг. Под размещением этих бумаг понимают отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

Процедура эмиссии эмиссионных ценных бумаг содержит следующие этапы:

1) принятие решения о размещении этих бумаг;
2) утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;

3) государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) этих бумаг;
4) размещение эмиссионных ценных бумаг;
5) государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Исходя из законодательства РФ, не подлежат размещению эмиссионные ценные бумаги, выпуск (дополнительный выпуск) которых не прошел государственную регистрацию.

При образовании и реорганизации акционерных обществ в форме слияния, разделения, выделения и преобразования размещение эмиссионных ценных бумаг осуществляют до государственной регистрации их выпуска, а государственную регистрацию отчета об итогах их выпуска проводят одновременно с государственной регистрацией выпуска этих ценных бумаг. Государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг сопровождают регистрацией их проспекта, если эти ценные бумаги размещают путем открытой подписки или посредством закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает пятьсот.

Если государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг сопровождается регистрацией их проспекта, то каждый этап процедуры эмиссии требует раскрытия представительной информации.

При государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, который не сопровождается регистрацией их проспекта, он может быть зарегистрирован впоследствии. При этом регистрацию проспекта ценных бумаг регистрирующий орган осуществляет в течение 30 дней с даты получения этого документа и иных сведений, необходимых для его регистрации.

Государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг осуществляют на основании заявления эмитента. К заявлению эмитент прилагает решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг и документы, подтверждающие соблюдение им требований законодательства РФ об эмиссии ценных бумаг. Полный перечень таких документов определяет ФСФР РФ. Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска)

эмиссионных ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации в течение 30 дней с даты получения всех необходимых документов. Регистрирующий орган вправе провести проверку достоверности сведений, содержащихся в документах, представленных для государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг. Каждому выпуску ценных бумаг присваивают индивидуальный государственный регистрационный номер. По истечении трех месяцев с момента регистрации отчета об итогах дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг ранее присвоенный этому выпуску индивидуальный номер (код) аннулируют.

Регистрирующий орган отвечает только за полноту информации, которая содержится в документах, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Проспект ценных бумаг должен включать следующую информацию:

- краткие сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и о финансовом консультанте эмитента, а также об иных лицах, подписавших проспект;
- краткие сведения об объеме, о сроках, порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг;
- основную информацию об эмитенте, о его финансовом состоянии и факторах риска;
- сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных сделках, в которых имелась заинтересованность;
- бухгалтерскую отчетность эмитента;
- подробные сведения о порядке и об условиях размещения ценных бумаг;
- иные сведения, определенные правовыми и нормативными актами РФ.

Требования к информации, которая должна быть приведена на титульном листе проспекта ценных бумаг, определяют стандарты эмиссии и проспекты ценных бумаг. Проспект ценных бумаг должен содержать введение, в котором кратко излагают информацию, приводимую далее в тексте этого документа.

К кратким сведениям об объеме, о сроках, порядке размещения по каждому виду и категории (типу) размещаемых эмиссионных ценных бумаг относят:

- вид, категорию (тип) и форму размещаемых ценных бумаг;
- номинальную стоимость каждого вида, категории (типа), серии размещаемых ценных бумаг;
- предполагаемый объем выпуска в денежном выражении и количество этих бумаг, которые предполагают разместить;
- порядок и условия оплаты размещаемых ценных бумаг;
- порядок и условия заключения договоров с потенциальными приобретателями этих бумаг;
- порядок раскрытия информации о размещении ценных бумаг и его результатах.

К основной информации о финансовом состоянии эмитента относят сведения:

- о показателях финансово-экономической деятельности эмитента за пять последних лет, а также за последний завершенный отчетный период;
- о рыночной капитализации эмитента и его обязательствах;
- о рисках, возникших в связи с приобретением размещаемых ценных бумаг;
- о целях эмиссии и направлениях использования средств, полученных в результате размещения ценных бумаг, и др.

Проспект ценных бумаг акционерного общества утверждает совет директоров (наблюдательный совет). Проспект ценных бумаг подписывают руководитель и главный бухгалтер эмитента, а также аудитор. В случаях, предусмотренных законодательством РФ, его подписывают независимый оценщик и финансовый консультант на рынке ценных бумаг. В роли финансового консультанта выступает юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на фондовом рынке и оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг. Лица, подписавшие проспект ценных бумаг, при наличии их вины несут солидарно между собой субсидиарную с эмитентом ответственность за ущерб,

причиненный владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в проспекте недостоверной информации, подтвержденной ими. Срок исковой давности для возмещения ущерба, причиненного владельцам ценных бумаг, составляет три года со дня начала их размещения.

Эмитент вправе начать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска, если иное условие не определено федеральным законодательством. Количество размещаемых ценных бумаг не может превышать количества, зафиксированного в решении о выпуске этих бумаг. Эмитент может разместить меньшее количество ценных бумаг, чем указано в решении о выпуске. Долю неразмещенных ценных бумаг из числа, зафиксированного в решении о выпуске, при которой эмиссию признают несостоявшейся, устанавливает ФСФР РФ. Данный орган определяет также порядок возврата средств инвесторов при несостоявшейся эмиссии. Эмитент обязан завершить размещение выпускаемых эмиссионных ценных бумаг не позднее одного года с даты государственной регистрации выпуска этих бумаг. Информация о цене размещения ценных бумаг может быть раскрыта в день начала их размещения.

При публичном размещении или обращении выпуска эмиссионных ценных бумаг запрещено закладывать преимущество при приобретении данных бумаг одним потенциальным инвесторам перед другими. Исключение из этого правила допускают:

- при эмиссии государственных ценных бумаг;
- при предоставлении акционерам акционерных компаний преимущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в момент принятия решения об эмиссии;
- при введении эмитентом ограничений на покупку ценных бумаг нерезидентами.

Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих бумаг. Отчет об итогах выпуска должен содержать следующую информацию:

1) даты начала и окончания размещения ценных бумаг;
2) фактическую цену их размещения (по видам ценных бумаг данного выпуска);

3) количество размещенных ценных бумаг;
4) общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги в денежной и материальной формах.

Для акций в отчете об итогах выпуска ценных бумаг дополнительно приводят список инвесторов, владеющих пакетом этих бумаг, размер которого определяет ФСФР РФ.

Одновременно с отчетом об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в регистрирующий орган представляют заявление о его регистрации и документы, подтверждающие соблюдение эмитентом требований законодательства РФ о ценных бумагах. Исчерпывающий перечень таких документов установлен ФСФР РФ.

Регистрирующий орган рассматривает отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и при отсутствии связанных с их выпуском нарушений регистрирует его. Регистрирующий орган несет ответственность за полноту зарегистрированного им отчета.

Контрольные вопросы

1. Раскройте содержание понятия «эмиссия ценных бумаг».
2. Приведите этапы процедуры эмиссии ценных бумаг.
3. Расскажите о порядке регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и проспекта ценных бумаг.
4. Раскройте содержание информации, приводимой в проспекте ценных бумаг.
5. Охарактеризуйте содержание и порядок рассмотрения отчета об итогах выпуска ценных бумаг регистрирующим органом.

4.7. Обращение эмиссионных ценных бумаг

Под обращением эмиссионных ценных бумаг понимают заключение гражданско-правовых сделок, приводящих к переходу права собственности на эти бумаги.

Под публичным обращением ценных бумаг подразумевают их обращение на торгах фондовых бирж путем предложения их широкому кругу покупателей.

Права владельцев этих бумаг документарной формы выпуска удостоверяют сертификатами, если они находятся у владельцев, либо сертификатами и записями по счетам депо в депозитариях, если они переданы им на хранение. Права владельцев на эмиссионные ценные бумаги в бездокументарной форме удостоверяют в системе ведения реестра — записями на лицевых счетах у держателя реестра либо записями по счету депо в депозитарии.

Право на предъявительскую документарную ценную бумагу переходит к приобретателю:

- в случае нахождения ее сертификата у владельца — в момент его передачи приобретателю;
- в случае хранения сертификатов предъявительских документарных ценных бумаг и/или учета прав на такие бумаги в депозитарии — в момент осуществления приходной записи по счету депо приобретателя.

Право на именную бездокументарную ценную бумагу переходит к приобретателю:

- в случае учета прав на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, — с момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя;
- в случае учета прав на ценные бумаги в системе ведения реестра — с момента внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя.

Таким образом, права, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, переходят к их приобретателю с момента перехода собственности на эту ценную бумагу. Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, сопровождается уведомлением держателя реестра или депозитария либо номинального держателя ценных бумаг. Осуществление прав по предъявительским эмиссионным ценным бумагам производят по предъявлении их владельцем либо его доверенным лицом.

В случае хранения сертификатов документарных эмиссионных ценных бумаг в депозитариях права, закрепленные этими бумагами,

осуществляют на основании предъявленных депозитариями по поручению, предоставляемому депозитарными договорами владельцев, с приложением списка данных владельцев. Эмитент в таком случае реализует права по предъявительским ценным бумагам лица, включенного в этот список.

Осуществление прав по именным бездокументарным эмиссионным ценным бумагам эмитент производит в отношении лиц, указанных в системе ведения реестра. В ситуации, когда данные о новом владельце такой ценной бумаги не были сообщены держателю реестра данного выпуска или номинальному держателю ценной бумаги к моменту закрытия реестра для исполнения обязательств эмитента, составляющих ценную бумагу (голосование, получение дохода и т.д.), исполнение обязательств по отношению к владельцу, который зарегистрирован в реестре в момент его закрытия, признают правомерным (надлежащим). Ответственность за своевременное уведомление возложена на приобретателя ценной бумаги.

Подлинность подписи физических лиц на документах о переходе прав на ценные бумаги и закрепленных ими прав может быть заверена нотариально или профессиональным участником фондового рынка.

Если законодательством РФ установлены ограничения на долю участия иностранных лиц в капитале российских эмитентов, то о совершенных сделках по приобретению иностранными инвесторами акций эмитентов РФ стороны по сделке уведомляют Федеральную службу по финансовым рынкам.

Организатором торговли на рынке ценных бумаг признают фондовую биржу. Она как юридическое лицо может осуществлять свою деятельность в форме некоммерческого партнерства или акционерного общества. Фондовая биржа обязана раскрыть любому заинтересованному лицу следующую информацию:

- правила допуска участника фондового рынка к торгам;
- правила допуска к торгам ценных бумаг;
- правила заключения, сверки и регистрации сделок;
- технологию исполнения сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам, и др.

Участниками торгов на фондовой бирже могут быть только брокеры, дилеры и управляющие. Иные лица могут совершать операции на фондовой бирже исключительно при посредничестве ее брокеров. Правила допуска к участию в торгах и исключения из числа участников торгов определяются фондовой биржей.

Правила листинга (включения ценных бумаг в котировальный список) и делистинга (исключения их из котировального списка) должны соответствовать требованиям нормативных правовых актов ФСФР РФ. Листинг эмиссионных ценных бумаг фондовая биржа осуществляет на основании договора с эмитентом. Фондовая биржа вправе определять дополнительные требования к ценным бумагам, включенным в котировальные списки.

Контрольные вопросы

1. Раскройте правовое содержание понятия «обращение эмиссионных ценных бумаг».
2. Расскажите о порядке перехода прав на эмиссионные ценные бумаги к приобретателю.
3. Перечислите информацию, которую фондовая биржа обязана раскрыть любому заинтересованному лицу.

4.8. Оценка стоимости и доходности эмиссионных ценных бумаг

Понятие стоимости эмиссионных ценных бумаг неразрывно связано с их экономической природой и правовой спецификой. С позиции экономической теории стоимость ценной бумаги выражает денежный эквивалент ее определенных инвестиционных качеств, который складывается под влиянием спроса и предложения на нее. К таким инвестиционным качествам обычно относят доходность, ликвидность и безопасность для потенциальных покупателей. С правовой позиции, чем больше прав имеет владелец эмиссионной ценной бумаги (акции или корпоративной облигации), тем выше должна быть ее стоимость.

Стоимость эмиссионной ценной бумаги отличается от ее цены. Стоимость фиксирует субъективное мнение участника фондового рынка — эмитента, потенциального инвестора, профессиональных

финансовых консультантов, оценщиков, страховщиков, дилеров. Стоимость — расчетный измеритель, а цена — объявленный (декларированный) измеритель, который можно видеть в прейскурантах, ценниках и биржевых котировках. С определенной условностью можно констатировать, что стоимость товара первична, а цена вторична, так как в ситуации равновесия рынка цена эмиссионной ценной бумаги количественно выражает ее внутреннюю стоимость. Во многих случаях вначале определяют стоимость ценной бумаги, исходя из целей оценки, а затем устанавливают ее цену (в зависимости от деловой ситуации, сложившейся на фондовом рынке). Таким образом, стоимость финансового инструмента рассчитывают, а его цену оплачивают. При этом исходят из классического правила, что цена выступает как денежное выражение стоимости любого товара.

Стоимость эмиссионной ценной бумаги рассматривают при:

1) формировании уставного капитала акционерного общества — как номинальную величину его акций, приобретенных акционерами;
2) эмиссии — как сумму затрат на выпуск и размещение акций и корпоративных облигаций;
3) приобретении — как потенциальный доход, получаемый в результате будущего обращения ценных бумаг;
4) конвертации — как стоимость замещения обмениваемого финансового инструмента (например, корпоративной облигации на обыкновенные акции).

Поэтому на практике различаются следующие виды оценки стоимости эмиссионных ценных бумаг.

1. Номинальная стоимость — это оценка, которую указывают на бланке акции. Эмитент определяет ее произвольно, поскольку даже на первичном рынке акция может продаваться по цене, которая выше ее нарицательной стоимости. Однако в бухгалтерском учете эту стоимость активно используют, так как суммарный объем акций образует уставный капитал акционерного общества. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций общества должна быть одинаковой. Уставный капитал определяет минимальный размер имущества, гарантирующий

интересы его кредиторов. Не случайно суммарный объем всех эмитированных облигаций не должен превышать величину уставного капитала акционерного общества.

2. Эмиссионная стоимость — цена продажи акций при их первичном размещении. Как правило, она не совпадает с номинальной стоимостью. В этом случае (когда эмиссионная стоимость выше номинальной стоимости) акционерное общество получает эмиссионный доход, определяемый по формуле:

$$ЭД = (Э_{СТ} - Н_{СТ}) \times К_{о.а},$$

где ЭД — эмиссионный доход; $Э_{СТ}$ — эмиссионная стоимость акции; $Н_{СТ}$ — номинальная стоимость акции; $К_{о.а}$ — количество размещенных обыкновенных акций.

3. Курсовая (рыночная) стоимость — цена, отражающая равновесие между совокупным спросом и совокупным предложением в определенном интервале времени (как результат котировки эмиссионных ценных бумаг на вторичном рынке — фондовой бирже).
4. Ликвидационная стоимость эмиссионных ценных бумаг ликвидируемого акционерного общества — остаточная стоимость его имущества, приходящаяся на одну обыкновенную акцию.
5. Выкупная стоимость — цена, указываемая на отзывных акциях (облигациях), то есть сумма денежных средств, выплачиваемая обществом за приобретение им собственных акций и при досрочном погашении облигаций.
6. Инвестиционная стоимость — определяется как потенциальный доход от вложения в эмиссионную ценную бумагу (акцию) в рамках индивидуальных требований, предъявляемых инвестором к финансовым активам с учетом целей инвестирования.

На практике существуют и иные виды оценок эмиссионных ценных бумаг, используемые при совершении различных сделок на финансовом рынке (дисконтированная, учетная, балансовая, страховая, залоговая, конвертационная стоимость).

В бухгалтерском учете вложения в ценные бумаги показывают по первоначальной стоимости. Первоначальной стоимостью

финансовых активов, приобретенных за плату, признают сумму фактических затрат предприятия на их приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов.

К фактическим затратам на приобретение финансовых активов, признаваемых в качестве финансовых вложений, относят:

- суммы, уплачиваемые продавцу в соответствии с договором;
- суммы, уплачиваемые юридическим и физическим лицам за информационные и консультационные услуги, связанные с принятием решения о приобретении финансовых активов;
- вознаграждения, уплачиваемые посреднической фирме или иному лицу, через которое приобретены указанные активы;
- другие затраты, связанные с приобретением финансовых активов.

Первоначальная стоимость активов, признаваемых в качестве финансовых вложений, по которой они приняты на бухгалтерский учет, может изменяться исходя из условий хозяйствования. Для целей последующей оценки финансовые вложения классифицируют на две группы:

- финансовые вложения, по которым можно установить текущую рыночную стоимость;
- финансовые активы, по которым их текущую рыночную стоимость не определяют.

В первом случае текущую рыночную стоимость финансовых вложений показывают в бухгалтерской отчетности на конец отчетного года с учетом ее корректировки на предыдущую отчетную дату. Указанную корректировку предприятие вправе осуществлять ежемесячно или ежеквартально. Разницу между оценкой финансовых вложений по текущей рыночной стоимости на отчетную дату и предыдущей оценкой относят на финансовые результаты.

Во втором случае финансовые вложения отражают в бухгалтерском учете и отчетности на каждую отчетную дату по первоначальной стоимости.

По корпоративным облигациям, по которым не определяют текущую рыночную стоимость, предприятиям разрешено разницу между первоначальной и номинальной стоимостью в течение срока их

обращения равномерно по мере причитающегося по ним дохода включать в состав операционных доходов и расходов. По долговым ценным бумагам и предоставленным займам предприятие может составить расчет их оценки по дисконтированной стоимости. В бухгалтерском учете данную оценку не показывают.

Эффективность любых инвестиций устанавливают на базе сравнения эффекта (дохода) и затрат. В качестве затрат при оценке эффективности финансовых вложений выступают средства, инвестированные в различные финансовые активы. В качестве эффекта (дохода) принимают разницу между реальной стоимостью отдельных видов эмиссионных ценных бумаг и суммой средств, израсходованных на их приобретение. Поскольку доход от этих ценных бумаг может быть получен только в будущем периоде, то он должен быть оценен при сопоставлении с настоящей стоимостью. Следовательно, общая формула для оценки эффективности финансовых активов имеет вид:

$$Э_{ФА} = \frac{РС_{ФА} - И_{ФА}}{И_{ФА}} \times 100,$$

где $Э_{ФА}$ — эффективность вложения средств в финансовые активы, %; $РС_{ФА}$ — реальная стоимость отдельных финансовых активов, приведенная к настоящей стоимости; $И_{ФА}$ — сумма средств, инвестированных в отдельные финансовые активы.

Разность ($РС_{ФА} - И_{ФА}$) представляет собой величину будущего дохода от финансовых активов. Поэтому окончательная формула имеет следующий вид:

$$Э_{ФА} = \frac{Д_{ФА}}{И_{ФА}} \times 100,$$

где $Д_{ФА}$ — величина будущего дохода; $И_{ФА}$ — сумма средств, инвестированных в отдельные финансовые активы.

Реальную настоящую стоимость эмиссионных ценных бумаг формируют под действием двух основных факторов:

- суммы будущего денежного потока от конкретного вида финансовых активов;
- величины дисконтной ставки, используемой при оценке настоящей стоимости будущего денежного потока.

В качестве будущего денежного потока по финансовым активам выступает чистая прибыль, полученная от их использования. При формировании денежного потока по акциям наиболее стабильным его источником являются выплачиваемые дивиденды. Исходя из условий обращения акций, жизненного цикла предприятия-эмитента, принятой дивидендной политики и других факторов, возможна различная динамика уровня предлагаемых дивидендов в будущем периоде.

В связи с этим можно выделить следующие виды акций:

- со стабильным уровнем дивидендов (привилегированные акции);
- с постоянно возрастающим уровнем дивидендов;
- с нестабильным уровнем дивидендов.

По корпоративным облигациям сумма будущего денежного потока включает суммы поступлений процентов по этим долговым ценным бумагам и стоимость самого актива на момент его погашения. При этом возможны три варианта формирования будущего денежного потока:

1) без выплаты процентов по долговой ценной бумаге. Доход инвестора представляет собой разницу между объявленной выкупной ценой облигации и ценой ее приобретения;
2) с периодической выплатой процентов по долговой ценной бумаге с погашением ее в конце предусмотренного срока;
3) с выплатой всей суммы процентов при погашении облигации в конце предусмотренного срока. В данном случае проценты будут выплачены вместе с суммой, погашаемой долговой ценной бумагой в конце периода ее обращения.

Наряду с суммой будущего денежного потока по финансовым активам их реальную стоимость формируют под влиянием размера дисконтной ставки. Использовать единую ставку процента вряд ли целесообразно, так как уровень риска по отдельным видам эмиссионных ценных бумаг существенно колеблется. С учетом премии за инвестиционный риск процентную ставку, используемую при дисконтировании денежных потоков, следует дифференцировать исходя из следующих параметров:

- средней ставки ссудного или депозитного процента, сложившейся на кредитном рынке (общероссийском или региональном);

- прогнозируемого темпа инфляции в предстоящем периоде;
- премии за инвестиционный риск по конкретным видам финансовых активов.

Ставку дисконтирования характеризуют, как правило, нормой текущей доходности. Первые два параметра формируют норму текущей доходности по безрисковым финансовым активам (в частности, по облигациям внутреннего федерального и субфедеральных займов). Норму текущей доходности по государственным долговым обязательствам можно рассматривать как базу для последующей дифференциации дисконтной ставки по видам эмиссионных ценных бумаг. Норму текущей доходности по конкретному финансовому активу определяют как ее норму по безрисковым вложениям с добавлением к ней нормы премии за инвестиционный риск (риск увеличения ставки депозитного процента, риск предполагаемого повышения темпа инфляции, риск неплатежа и т.д.). Уровень данных рисков определяет степень диверсификации нормы текущей доходности по отдельным финансовым активам. Например, в США при оценке общего уровня риска по корпоративным ценным бумагам учитывают, что риск потери капитала (вложенных в акции средств) оценивают как значительно более серьезный по своим негативным последствиям, чем риск потери доходов по этим финансовым инвестициям. Поэтому общий уровень риска по правительственным облигациям, а также по облигациям наиболее известных корпораций оценивают по риску потери капитала.

Исходя из особенностей формирования денежных потоков и дифференцирования нормы текущей доходности применяют различные методы оценки реальной стоимости отдельных видов корпоративных ценных бумаг.

Оценка акций направлена прежде всего на выявление их текущей рыночной стоимости. Основные модели, используемые при формировании рыночной стоимости акций, следующие.

1. Модель оценки в течение неопределенного продолжительного времени имеет вид:

$$CA_1 = \sum_{K=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+P_i)^n},$$

где $СА_1$ — текущая рыночная стоимость акции, используемой неопределенное число лет; D_i — сумма дивидендов, которую инвестор ожидает получить в году n по акции *i*-го вида; $Р_i$ — норма текущей доходности по акции *i*-го вида, используемая как дисконтированная ставка в расчетах настоящей стоимости, доли единицы; ∞ — знак неопределенности.

Экономическое содержание данной модели заключается в том, что текущая рыночная стоимость акции, используемой неопределенное число лет, представляет собой сумму дивидендов, приведенную к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной норме текущей доходности по ней. Подобная модель является идеальной, так как ни один инвестор не станет держать акции в собственном портфеле длительное время. Кроме того, сложно составить реальный прогноз получения дивидендов на длительный период.

2. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций при их использовании в течение заранее предусмотренного срока имеет вид:

$$СА_2 = \sum_{K=1}^{n}\left[\frac{D_i}{(1+Р_i)^n} + \frac{ЦР_i}{(1+Р_i)^n}\right],$$

где $СА_2$ — текущая рыночная стоимость акции, используемой в течение заранее предусмотренного срока; D_i — сумма дивидендов, которую инвестор ожидает получить в течение заранее предусмотренного срока; $ЦР_i$ — прогнозируемая рыночная цена реализации акции i-го вида в конце периода ее обращения; $Р_i$ — норма текущей доходности акции *i*-го вида, используемая как ставка дисконтирования в расчетах настоящей стоимости, доли единицы; *n* — число лет использования акции *i*-го вида ($K = 1, 2, 3, ..., n$).

Основу первых двух моделей оценки текущей рыночной стоимости акций составляет дисконтированная сумма дивидендов, ожидаемая к получению в предстоящем периоде. При этом сумма ежегодных дивидендов может оставаться стабильной или равномерно увеличиваться по отдельным периодам. Оценка стоимости акций носит в данном случае дифференцированный характер.

3. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с постоянными дивидендами имеет вид:

$$\text{СА}_3 = \frac{D}{\text{Р}},$$

где СА_3 — текущая рыночная стоимость акции с постоянным дивидендом; D — годовая сумма постоянного дивиденда; Р — текущая норма доходности акций данного типа, доли единицы.

4. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с постоянно возрастающими дивидендами (модель М. Гордона) выражают формулой:

$$\text{СА}_4 = \frac{D_0(1+K)}{\text{Р}-K},$$

где СА_4 — текущая рыночная стоимость акции с постоянно возрастающими дивидендами; D_0 — сумма последнего уплаченного дивиденда; Р — норма текущей доходности акций данного типа, доли единицы; K — темп прироста дивидендов, доли единицы.

Данную формулу наиболее часто используют зарубежные инвесторы для расчета действительной стоимости обыкновенных акций.

5. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с изменяемой суммой дивидендов имеет вид:

$$\text{СА}_5 = \frac{D_1}{1+P} + \frac{D_2}{1+P} + \frac{D_3}{1+P} + \ldots + \frac{D_n}{1+P},$$

где СА_5 — текущая рыночная стоимость акции с изменяемой суммой дивидендов; Р — норма текущей доходности акций данного типа, доли единицы; D_n — сумма дивидендов, прогнозируемая в периоде; n — число прогнозируемых лет.

Доходность акций вычисляют в следующем порядке.

Дивидендную норму доходности рассчитывают по формуле:

$$Д_{НД} = \frac{\sum Д}{\text{Н}_{\text{СА}}} \times 100,$$

где $Д_{НД}$ — дивидендная норма доходности по акции, %; $\sum Д$ — сумма дивидендов по акции; $\text{Н}_{\text{СА}}$ — номинальная стоимость акции.

Текущую норму доходности акции определяют по формуле:

$$Т_{НД} = \frac{\sum Д}{Ц_П} \times 100,$$

где $Т_{НД}$ — текущая норма доходности акции, %; $\sum Д$ — сумма дивидендов по акции; $Ц_П$ — цена приобретения (покупки) акции.

Конечную норму доходности акции устанавливают по алгоритму:

$$К_{НД} = \frac{\sum D_n + (Ц_Р - Ц_П)}{Ц_Р} \times 100,$$

где $К_{НД}$ — конечная норма доходности акции, %; $\sum Д_n$ — величина выплаченных дивидендов за период n; $Ц_П$ — цена приобретения обыкновенной акции; $Ц_Р$ — цена реализации (продажи) обыкновенной акции; $(Ц_Р - Ц_П)$ — изменение (рост) курсовой стоимости обыкновенной акции в периоде *n*.

Указанные модели оценки реальной рыночной стоимости, текущей и конечной доходности акций используют для их отбора и включения в инвестиционный портфель.

Оценка корпоративных облигаций предусматривает решение ряда задач, связанных с определением их текущей рыночной стоимости и доходности. Базовая модель оценки стоимости этих облигаций имеет следующий вид:

$$С_{ОТ} = \sum_{K=1}^{n} \left[\frac{ПО_i}{(1+Р)^n} + \frac{НО_i}{(1+Р)^n} \right],$$

где $С_{ОТ}$ — текущая рыночная стоимость корпоративной облигации; $ПО_i$ — ежегодная сумма процентов по облигации *i*-го вида, которую выражают произведением номинала на объявленную ставку процента; $НО_i$ — номинальная стоимость корпоративной облигации *i*-го вида, подлежащая погашению в конце периода ее погашения; Р — норма текущей доходности облигации, используемая как дисконтная ставка в расчете настоящей стоимости, доли единицы; *n* — число лет (периодов), остающихся до погашения корпоративной облигации.

Экономическое содержание данной модели оценки облигации заключается в том, что ее текущая рыночная стоимость равна сумме всех процентных поступлений за остающийся период обращения

и номинала, дисконтированных по норме текущей доходности (Р) для данного вида облигаций.

Наряду с оценкой текущей рыночной стоимости корпоративных облигаций перед инвестором возникает проблема определения их ожидаемой доходности (при различных условиях выпуска). Прогноз доходности корпоративных облигаций по различным их видам осуществляют на основе специальных расчетов.

Контрольные вопросы

1. Назовите виды оценки стоимости эмиссионных ценных бумаг.
2. Приведите порядок определения первоначальной стоимости финансовых активов.
3. Сформулируйте основные модели оценки стоимости акций.
4. Приведите методики расчета доходности обыкновенных акций.
5. Раскройте содержание базовой модели оценки стоимости корпоративных облигаций.

4.9. Рейтинговая оценка корпоративных ценных бумаг

Под рейтингом понимают присвоение определенного класса, ряда, номера, категории в процессе оценки качественных параметров эмиссионных ценных бумаг. Рейтинговая оценка акций — система оценки инвестиционных качеств обращающихся на вторичном рынке акций с присвоением им определенного оценочного индекса. Формы рейтинговой оценки акций, используемые в практике стран Запада, представлены в табл. 4.1.

Рейтинговая оценка облигаций — система оценки инвестиционных качеств облигаций, которые обращаются на фондовом рынке, с присвоением им определенного оценочного индекса. Формы рейтинговой оценки облигаций, применяемые в зарубежной практике, приведены в табл. 4.2.

Приведенную рейтинговую оценку инвестиционных качеств эмиссионных ценных бумаг используют при инвестировании капитала в финансовые активы компаний стран с развитой рыночной экономикой. По мере развития фондового рынка в России подобная

Таблица 4.1. Рейтинговая оценка инвестиционных качеств акций

Рейтинговая оценка обыкновенных акций по методике агентства Standart & Poor's		Рейтинговая оценка привилегированных акций по методике агентства Canadien Bond Rating Service	
Индекс оценки	**Значение индекса**	**Индекс оценки**	**Значение индекса**
A+	Высочайшее качество	P+	Высочайшее качество
A	Высокое качество	P_1	Высокое качество
A–	Качество выше среднего	P_2	Очень хорошее качество
B+	Среднее качество	P_3	Хорошее качество
B	Качество ниже среднего	P_4	Среднее качество
B–	Низкое качество	P_5	Низкое качество (акции носят спекулятивный характер и опасны для инвесторов из-за высокого уровня риска)
C–	Очень низкое качество		

Таблица 4.2. Рейтинговая оценка инвестиционных качеств облигаций

Методика оценки			
Агентство Standart & Poor's		Агентство Canadien Bond Rating Service	
Индекс оценки	**Значение индекса**	**Индекс оценки**	**Значение индекса**
AAA	Облигации высшего качества	Aaa	Облигации высшего качества
AA	Облигации высокого качества	Aa	Облигации высокого качества
A	Облигации хорошего качества	A	Облигации хорошего качества

Методика оценки			
Агентство Standart & Poor's		Агентство Canadien Bond Rating Service	
Индекс оценки	Значение индекса	Индекс оценки	Значение индекса
BBB	Облигации среднего качества	Baa	Облигации среднего качества
BB	Облигации, имеющие качество ниже среднего	Ba	Облигации, имеющие качество ниже среднего
B	Облигации низкого качества	B	Облигации низкого качества
CCC	Чисто спекулятивные облигации	Caa	Чисто спекулятивные облигации
CC		Ca	
C		C	
D	Облигации, не имеющие инвестиционных качеств		

рейтинговая оценка эмиссионных ценных бумаг приобретает все большую актуальность и практическую значимость как для эмитентов, так и для инвесторов.

Контрольные вопросы

1. Приведите определение рейтинга эмиссионных ценных бумаг.
2. Назовите критерии рейтинговой оценки акций.
3. Сформулируйте критерии рейтинговой оценки корпоративных облигаций.

4.10. Оценка инвестиционной привлекательности ценных бумаг эмитента на фондовом рынке

Цель инвестирования в финансовые активы зависит от предпочтений каждого вкладчика. Классический вариант — вложение денежных средств в эмиссионные ценные бумаги промышленных акционерных

компаний (корпораций) для извлечения дополнительных доходов в форме дивидендов и процентов. Под инвестиционной привлекательностью понимают наличие экономического эффекта (прибыли) от вложения денежных средств в корпоративные ценные бумаги (акции и облигации) при минимальном уровне риска.

Методика оценки инвестиционной привлекательности ценных бумаг основана на использовании детерминированного факторного анализа и предполагает расчет результативных показателей (финансовых коэффициентов), их группировку по экономическому содержанию и назначению, обоснование полученных значений и характеристику текущего финансового состояния акционерного общества – эмитента и перспектив его развития.

Результатом анализа служит заключение о степени инвестиционной привлекательности акционерной компании. Параметры инвестиционной привлекательности эмитента классифицируют по двум группам:

1) акции предлагают впервые (первичная эмиссия);
2) акции продолжительное время обращаются на фондовом рынке.

В первом случае оценку инвестиционной привлекательности акционерных компаний (в промышленности, строительстве, связи, торговле, на транспорте и др.) инвесторы, кредиторы, рейтинговые агентства, аналитики и другие участники финансового рынка осуществляют с использованием традиционных показателей:

- оборачиваемости активов и собственного капитала;
- прибыльности активов и собственного капитала;
- финансовой устойчивости;
- ликвидности активов.

Приведенные параметры анализируют за ряд периодов (кварталов, лет) и делают вывод об инвестиционной привлекательности акционерного общества – эмитента.

В качестве важнейших источников информации для фундаментального анализа используют:

- данные годовых и квартальных бухгалтерских отчетов (баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет об изменениях капитала и др.);

- материалы, которые компания-эмитент публикует о себе;
- сведения, сообщаемые в публичных выступлениях руководителей акционерного общества;
- данные, поступающие по каналам электронных информационных систем;
- результаты исследований, выполненных организациями — профессиональными участниками финансового рынка, и др.

Конкретная методика финансового анализа производственно-коммерческой деятельности акционерных компаний-эмитентов определяется с учетом: полноты имеющейся информации, особенной действующей в стране системы бухгалтерского учета и отчетности, отраслевой специфики предприятия, целей и задач исследования, квалификации финансовых аналитиков и других факторов.

Наиболее важным аспектом определения финансового состояния компании-эмитента является оценка его платежеспособности, то есть способности систематически выполнять взятые на себя обязательства. Платежеспособность выражают через ликвидность статей актива и пассива баланса. Наиболее наглядным способом количественной оценки уровня ликвидности служит вычисление коэффициента общей ликвидности (покрытия), который выражает соотношение между оборотными активами и краткосрочными обязательствами. Он показывает текущую платежеспособность акционерной компании. Ее прогноз осуществляют по данным бюджета по балансовому листу. Если краткосрочные обязательства растут быстрее оборотных активов, то это может вызвать ряд проблем с ликвидностью в будущем. При необходимости в погашении краткосрочной задолженности (кредиторам и банкам) на эту цель можно направить не все элементы оборотных активов. Наименее ликвидна статья «Запасы». Трансформация материальных запасов в денежные средства требует продолжительного времени. Поэтому наряду с коэффициентом покрытия используют показатели абсолютной и текущей ликвидности, которые более реально отражают текущую платежеспособность акционерной компании. Перечисленные в табл. 4.3 параметры сравнивают с аналогичными показателями у других предприятий, относящихся к тому же сегменту рынка, а также со средними показателями, публикуемыми Росстатом по народному хозяйству в целом.

После определения способности акционерного общества-эмитента выполнять текущие (срочные) обязательства обычно делают прогноз на будущее с учетом влияния долговременных факторов. Для вычисления общей величины мобилизуемого акционерным обществом капитала используют показатель капитализации.

М. Ю. Алексеев под капитализацией понимал сумму долгосрочной задолженности и акционерного капитала. Последний складывается из номинальной стоимости обыкновенных и привилегированных акций, эмиссионного дохода, стоимости приобретенных самой компанией акций и нераспределенной прибыли[1]. Из расчета выпадает резервный капитал, который также образуют за счет чистой прибыли. Поэтому к величине капитализации следует прибавить сумму резервного капитала.

По принятой в настоящее время в России методологии бухгалтерского учета под суммой капитализации следует понимать:

1) уставный капитал (счет 80);
2) собственные акции (доли) (счет 81);
3) резервный капитал (счет 82);
4) добавочный капитал в части эмиссионного дохода (счет 83);
5) нераспределенную прибыль (непокрытый убыток) (счет 84);
6) расчеты по долгосрочным кредитам и займам в части облигационных займов (счет 67).

Отношение одного из элементов параметра капитализации (стоимости эмитированных корпоративных облигаций, обыкновенных и привилегированных акций) к общей его величине позволяет определить коэффициент капитализации, который показывает уровень привлечения акционерным обществом-эмитентом тех или иных заемных и собственных источников средств.

Акционерные компании, привлекающие капитал только путем эмиссии акций, располагают консервативной структурой капитала. Те акционерные общества, которые значительную часть своих пассивов образуют за счет заемных средств, обладают агрессивной структурой капитала и обычно в ходе финансового анализа получают более

[1] Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992. — С. 204.

низкий кредитный рейтинг. Уровень долгосрочной задолженности, превышающий 30–35%, обычно рассматривают как рискованный[1].

В процессе фундаментального анализа целесообразно детально исследовать структуру капитала акционерного общества-эмитента. В частности, необходимо установить:

- долю акционерного капитала в общем объеме активов (имущества);
- соотношение между авансированным собственным капиталом и накопленной прибылью.

В состав авансированного собственного капитала включают уставный и добавочный капитал. В состав накопленной прибыли — резервный капитал и накопленную прибыль.

На заключительном этапе фундаментального анализа устанавливают потенциал акций эмитента. Для этой цели используют систему показателей, характеризующих инвестиционные качества эмиссионных ценных бумаг: сумму дивидендов, приходящихся на одну обыкновенную акцию; соотношение между стоимостью данной акции и ее доходностью; соотношение между бухгалтерской и рыночной стоимостью акции и др. Более детальное описание этих параметров представлено в табл. 4.3 и 4.4.

Новыми показателями, приводимыми в годовой бухгалтерской отчетности акционерных обществ РФ (в «Отчете о прибылях и убытках»), являются базовая прибыль (убыток) на акцию и разводненная прибыль (убыток) на акцию[2]. Эти данные за ряд лет создают базу для углубленного финансового анализа потенциала акций компании-эмитента.

Начиная со второго полугодия 2006 г., в России предусмотрен выпуск акционерными обществами биржевых облигаций[3]. Эмиссию

---

[1] Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992. — С. 204.

[2] Методические рекомендации по раскрытию информации о прибыли, приходящейся на акцию. Утверждены Минфином РФ 21.03.2000 г. № 29н.

[3] Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон от 27.07.2006 г. № 138-ФЗ "О рынке ценных бумаг" и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации».

Таблица 4.3. Коэффициенты, характеризующие первичную эмиссию акций

Показатель	Назначение	Расчетная формула
1. Коэффициент отдачи акционерного капитала	Характеризует величину чистой прибыли, приходящейся на акционерный капитал	Чистая прибыль (после налогообложения), деленная на среднюю стоимость акционерного (уставного и резервного) капитала за расчетный период (год, квартал)
2. Балансовая стоимость одной акции	Выражает величину акционерного капитала (уставного и резервного), приходящегося на одну акцию, то есть обеспеченность акционерного общества собственными средствами	Сумма (уставный капитал плюс резервный капитал), деленная на общее количество акций акционерного общества-эмитента
3. Коэффициент дивидендных выплат	Показывает долю дивидендных выплат в чистой прибыли акционерного общества	Сумма дивидендов, выплаченных обществом в расчетном периоде, деленная на сумму его чистой прибыли в этом периоде
4. Коэффициент обеспеченности привилегированных акций чистыми активами	Показывает величину чистых активов, приходящихся на одну привилегированную акцию. Чистые активы = Собственный капитал + Доходы будущих периодов	Чистые активы на определенную дату, деленные на количество привилегированных акций, находящихся в обращении
5. Коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям	Позволяет оценить, в какой мере размер чистой прибыли обеспечивает выплату дивидендов по привилегированным акциям	Чистая прибыль за расчетный период, деленная на сумму дивидендов, предусмотренных к выплате по привилегированным акциям в этом периоде

Таблица 4.4. Коэффициенты, определяющие характер обращения акций на организованном рынке ценных бумаг

Показатель	Назначение	Расчетная формула
1. Коэффициент выплаты дивидендов по отношению к цене акции	Характеризует соотношение суммы дивиденда и цены обыкновенной акции	Сумма дивиденда, выплаченная по обыкновенной акции в определенном периоде, деленная на цену котировки данной акции на начало расчетного периода
2. Коэффициент соотношения цены и доходности акции	Показывает соотношение между ценой обыкновенной акции и доходом по ней. Чем ниже это соотношение, тем привлекательнее акция для инвестора	Цена обыкновенной акции на начало расчетного периода, деленная на совокупный доход (дивиденд), полученный по акции в расчетном периоде
3. Коэффициент ликвидности акций на фондовом рынке (фондовой бирже)	Характеризует возможность быстрого превращения акций в наличные деньги в случае необходимости их продажи	Объем продажи акций на биржевых торгах (или по периоду в целом), деленный на общий объем их предложения на биржевых торгах (или по периоду в целом).
4. Коэффициент соотношения котируемых цен предложения и спроса на акции	Выражает соотношение между ценой предложения и спроса на акцию	Средний уровень цен предложения на торгах, деленный на средний уровень цен спроса на акции на торгах (на фондовой бирже)
5. Коэффициент обращения акций	Показывает общий объем их обращения, а также уровень ликвидности по результатам биржевых торгов	Общий объем продаж рассматриваемых акций на торгах за период, деленный на общее количество акций компании-эмитента, умноженное на среднюю цену продажи одной акции в расчетном периоде

таких облигаций можно осуществлять без государственной регистрации их выпуска, регистрации проспекта облигаций и государственной регистрации отчета об итогах их выпуска. К особенностям выпуска биржевых облигаций относят следующие условия:

1) их размещение осуществляют путем открытой подписки на торгах фондовой биржи;
2) эмитентом облигаций выступает открытое акционерное общество, акции которого включены в котировальный список фондовой биржи, которая осуществляет допуск таких облигаций к торгам;
3) эмитент существует не менее трех лет и имеет надлежащим образом утвержденную бухгалтерскую отчетность за два завершенных финансовых года;
4) облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и фиксированного процента от номинала;
5) срок исполнения обязательств по облигациям не может превышать один год с даты начала их размещения;
6) облигации выпускают в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в депозитарии;
7) оплату облигаций при их размещении, а также выплату номинальной стоимости и процентов по ним производят только денежными средствами.

Биржевые облигации допускают к торгам только на фондовой бирже, которая осуществляет листинг акций эмитента данных биржевых облигаций. К торгам на фондовой бирже допускают биржевые облигации в процессе их размещения и обращения. Эти облигации в процессе размещения допускают к торгам только на одной фондовой бирже.

В процессе их размещения и обращения на фондовой бирже возникает необходимость оценки инвестиционной привлекательности облигаций потенциальными держателями по отдельным критериям, характерным для акций.

В отличие от фундаментального анализа фондового рынка, технический анализ связан с изучением динамики цен эмиссионных ценных

бумаг, главным образом на биржевом рынке. Часто его называют графическим анализом, так как колебания цен отражают на графике за короткие промежутки времени (после завершения биржевых торгов).

Технический анализ используют для решения трех ключевых задач:

- проверки достоверности и полноты результатов фундаментального анализа;
- нахождения приемлемого момента времени для приобретения или продажи эмиссионных ценных бумаг;
- прогноза уровня цен на будущий период.

Его широко используют в практической работе российские эмитенты и профессиональные участники фондового рынка.

Оценка условий эмиссии акций является важным фактором изучения их инвестиционных качеств. Предметом такого изучения являются:

- цена эмиссии;
- условия и порядок выплаты дивидендов;
- степень участия отдельных владельцев в управлении акционерным обществом и другие важные для инвесторов сведения, содержащиеся в проспекте ценных бумаг.

Следует иметь в виду, что часто предлагаемый эмитентом размер дивидендов по акциям не носит характера не только юридических, но и контрактных обязательств. Поэтому ориентироваться только на этот показатель вряд ли целесообразно. Многое зависит от конъюнктуры фондового рынка, финансового состояния эмитента и других факторов.

На основе изучения перечисленных параметров, характеризующих текущее финансовое положение эмитента и перспективы его развития, делают вывод о степени его инвестициионой привлекательности. Надежным и перспективным объектом инвестирования считают акционерную компанию с устойчивым финансовым положением, высоким кредитным рейтингом, растущим объемом продаж, с повышающейся нормой прибыли на инвестированный капитал, превышающей среднюю величину за последние три-пять лет.

Что касается соотношения цена/доход, то данный показатель зависит от деловой ситуации на финансовом рынке (курса акций). Поэтому

ориентироваться на него следует осторожно, с учетом будущего прогноза рыночных колебаний курса эмиссионных ценных бумаг.

Контрольные вопросы

1. По каким группам классифицируют акции эмитента по признаку инвестиционной привлекательности?
2. Назовите основные параметры, характеризующие финансово-хозяйственную деятельность эмитента.
3. Приведите коэффициенты, определяющие эффективность первичной эмиссии акций.
4. Перечислите параметры, отражающие характер обращения акций на фондовой бирже.
5. В чем различия между фундаментальным и техническим анализом фондового рынка?

Глава 5
Формирование и управление портфелем ценных бумаг

Изучив эту главу, вы сможете:

- выяснить цель и задачи управления портфелем ценных бумаг;
- ознакомиться с типами портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий;
- дать характеристику технологии управления фондовым портфелем акционерного общества;
- раскрыть преимущества диверсификации фондового портфеля для его владельца;
- оценить доходность портфеля ценных бумаг;
- назвать виды и способы снижения рисков фондового портфеля.

5.1. Цель и задачи управления портфелем ценных бумаг

Основная цель управления портфелем ценных бумаг (аналоги: инвестиционный, фондовый портфель, портфель финансовых активов) заключается в достижении наиболее эффективных путей реализации инвестиционной стратегии предприятия на фондовом рынке. Причем цели эмитентов и инвесторов на данном рынке не совпадают. Инвестиционная стратегия предприятия-эмитента заключается в наиболее быстром и выгодном для себе размещении эмиссионных ценных бумаг среди потенциальных инвесторов для привлечения дополнительного капитала.

Инвестиционная стратегия предприятия-инвестора многопланова и преследует различные цели. Так, прямой стратегический инвестор стремится обеспечить для себя с помощью финансовых вложений непосредственное управление объектом инвестирования (на основе приобретения контрольного пакета акций или иной формы контрольного участия в уставном капитале). Портфельный инвестор с помощью финансовых вложений добивается формирования фондового портфеля с целью получения текущих доходов (в форме дивидендов или процентов) или в результате повышения курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг.

Факторы, определяющие масштабы инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг, следующие.

1. Стадия жизненного цикла предприятия.
2. Политика на фондовом рынке.
3. Наличие достаточных инвестиционных ресурсов для прямого или портфельного инвестирования.
4. Готовность осуществлять значительные инвестиционные затраты, не приносящие доход в настоящем, а рассчитанные на получение будущего высокого дохода.
5. Квалификация специалистов, проводящих финансовые операции на фондовом рынке.
6. Финансовый менталитет собственников (акционеров) предприятия, их отношение к риску и др.

Портфельные инвесторы могут ставить перед собой и локальные цели:

1) сохранность (безопасность) вложений (например, вследствие высокой инфляции). Под безопасностью понимают защищенность инвестиций от циклических колебаний и потрясений на фондовом рынке, а также стабильность получения дохода;
2) расширение и диверсификация доходной базы инвестора, повышение его финансовой устойчивости и снижение риска активных операций;
3) обеспечение высоких темпов роста капитала, что позволяет сформировать эффективную стратегию инвестирования на долгосрочную перспективу;

4) достижение высоких темпов роста дохода, что требует включения в портфель высокодоходных финансовых активов. Часть текущего дохода капитализируют для поддержания оптимальной структуры фондового портфеля в разрезе отдельных видов, типов (категорий) ценных бумаг;
5) обеспечение минимизации портфельных рисков. Отдельные финансовые активы, имеющие высокую доходность, обладают повышенным риском. Однако в рамках инвестиционного портфеля данный риск минимизируют. Наибольшим риском обладают корпоративные ценные бумаги, но они могут оказаться высокодоходными (например, «голубые фишки»). Оптимального сочетания доходности и риска достигают путем тщательного подбора и периодического пересмотра состава фондового портфеля. Особое внимание должно быть уделено снижению риска потери капитала, а затем и дохода;
6) получение достаточной ликвидности ценных бумаг, входящих в портфель. Для достижения этой цели портфель должен содержать определенную долю высоколиквидных ценных бумаг (не менее 10%), чтобы быстро превратить их в наличные денежные средства. В России такие высоколиквидные финансовые инструменты практически отсутствуют;
7) обеспечение присутствия инвестора на наиболее динамичных сегментах фондового рынка и удержание его позиций на данных сегментах;
8) расширение ресурсной базы посредством создания дочерних и зависимых обществ и др.

Рассмотренные цели формирования инвестиционного портфеля являются альтернативными. Так, обеспечение высоких темпов роста капитала достигается за счет снижения текущей доходности фондового портфеля. Рост доходов и капитала определяет уровень портфельного риска. Достижение высокой ликвидности препятствует включению в портфель перспективных финансовых инструментов, обеспечивающих прирост капитала в будущем.

В процессе реализации целей управления инвестиционным портфелем решают следующие задачи.

1. Обеспечение высоких темпов экономического роста за счет проведения эффективной политики инвестирования. Между

эффективностью данной политики и темпами экономического роста существует прямая связь. На практике чем больше объем продаж и прибыли (включая прибыль от финансовых операций), тем больше средств остается на инвестиции.

2. Достижение максимизации дохода (прибыли) от инвестиционной деятельности. Для целей экономического развития предприятия приоритетное значение имеет не валовая, а чистая прибыль (нераспределенная прибыль). Поэтому при наличии нескольких вариантов портфеля рекомендуют выбирать тот из них, который обеспечивает наибольшую норму чистой прибыли на вложенный капитал.
3. Обеспечение снижения уровня инвестиционных рисков. Они сопутствуют всем видам инвестиционной деятельности. При неблагоприятных условиях данные риски могут вызывать не только потерю прибыли (дохода), но и части вложенного капитала.
4. Обеспечение финансового равновесия и платежеспособности предприятия в процессе осуществления инвестиционной деятельности. Отвлечение финансовых ресурсов в больших размерах в долгосрочные ценные бумаги может привести к снижению платежеспособности по текущим и будущим хозяйственным операциям. Поэтому, формируя источники для инвестирования, следует заранее прогнозировать, какое влияние они окажут на финансовое состояние предприятия.

Следовательно, задачи формирования портфеля сводятся к такому распределению инвестируемой суммы денежных средств между финансовыми активами, которая по истечении срока жизни портфеля обеспечит его максимальную доходность.

Портфельное инвестирование позволяет улучшить условия вложения капитала, придав совокупности эмиссионных ценных бумаг такие инвестиционные качества, которые невозможно достигнуть для отдельно взятого финансового инструмента. Только в процессе формирования портфеля выявляют новые инвестиционные качества ценных бумаг с заданными параметрами доходности, безопасности и ликвидности. Таким образом, фондовый портфель является таким финансовым продуктом, с помощью которого обеспечивают требуемую

инвестору доходность включаемых в него ценных бумаг при заданном уровне риска.

С учетом перечисленных задач определяют программу действий по формированию и оперативному управлению инвестиционным портфелем. У. Шарп предлагал следующую программу таких действий[1].

I. Выбор инвестиционной политики.
II. Анализ рынка ценных бумаг.
III. Формирование портфеля ценных бумаг.
IV. Пересмотр портфеля ценных бумаг.
V. Оценка эффективности фондового портфеля.

Возможно уточнить и дополнить эти этапы инвестиционного процесса следующими положениями.

1. Исследование внешней инвестиционной среды и прогнозирование деловой ситуации на финансовом рынке. Сюда относят:
   - правовые условия инвестиционной деятельности в разрезе форм инвестиций;
   - анализ текущего состояния рынка;
   - прогноз конъюнктуры рынка в разрезе его сегментов и в целом.
2. Разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности предприятия, что предполагает определение целей инвестирования на ближайшую перспективу.
3. Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранной инвестиционной стратегии. К таким ресурсам относят как собственные, так и привлеченные с финансового рынка средства.
4. Поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных видов ценных бумаг для включения их в портфель.
5. Формирование инвестиционного портфеля и его оценка по критериям доходности, риска и ликвидности. Расчет ведут по каждому финансовому инструменту. При этом инвестор

[1] Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бэйли Д. В. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1997. — С. 10.

сталкивается с проблемами селективности, выбора времени финансовых операций и диверсификации. Селективность (микропрогнозирование) относится к финансовому анализу ценных бумаг и к прогнозированию цен на отдельные их виды.

Выбор времени операций (макропрогнозирование) включает прогноз изменения уровня цен на акции по сравнению с ценами для финансовых инструментов с фиксированным доходом (корпоративные облигации).

Диверсификация предполагает формирование портфеля ценных бумаг таким способом, чтобы при определенных ограничениях минимизировать инвестиционный риск. Однако он остается в виде так называемого риска, вызываемого общим состоянием экономики страны.

6. Организация текущего управления портфелем (его мониторинга). На практике применяют два способа оперативного управления портфелем — активный и пассивный. Рассмотрим каждый из них в отдельности.

Базовыми характеристиками активного управления являются:

- выбор ценных бумаг, приемлемых для включения в портфель;
- определение сроков покупки или продажи финансовых инструментов.

Основная задача активного управления состоит в прогнозировании размера возможных доходов от инвестирования средств. Активный инвестор полагает, что владение любым портфелем — временное дело. Когда разница в ожидаемых доходах, полученных в результате удачного либо неправильного решения, а также из-за изменения конъюнктуры на финансовом рынке исчезает, то составные элементы или весь портфель заменяют другими.

Пассивное управление базируется на предположении, что рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете фактора времени. Сущность «пассивного» управления заключается в создании достаточно диверсифицированного портфеля с заранее определенным уровнем риска и доходности. Пассивный портфель характеризуют

незначительным оборотом ценных бумаг и низким уровнем несистематического риска. Западные инвесторы используют пассивную форму оперативного управления портфелем редко, поскольку она не приносит высокого дохода.

7. Подготовка решений о своевременной продаже отдельных финансовых инструментов и реинвестировании высвобождаемого капитала. Если фактическая доходность ценных бумаг окажется ниже ожидаемой, то принимают решение о реализации неэффективных финансовых инструментов. После этого проводят корректировку фондового портфеля путем подбора других ценных бумаг, в которые реинвестируют высвобождаемый капитал.

Важнейшие аспекты формирования и управления инвестиционным портфелем акционерных компаний рассматриваются в последующих параграфах данной главы.

Контрольные вопросы

1. Назовите цели и задачи управления инвестиционным портфелем.
2. Перечислите основные факторы, определяющие масштабы инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг.
3. Сформулируйте программу действий по формированию фондового портфеля и оперативному управлению им.

5.2. Типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий

Портфельная стратегия акционерной компании (корпорации) базируется на основе включения в фондовый портфель как можно большего количества ценных бумаг различных видов и типов. Она тесно взаимосвязана с общими направлениями развития фондового рынка. В условиях активизации финансовых сделок на данном рынке вопросы формирования оптимального портфеля ценных бумаг особенно актуальны, так как позволяют обеспечить конкретные интересы инвесторов.

Под инвестиционным портфелем понимают совокупность ценных бумаг, принадлежащих предприятию-инвестору, различного срока

погашения с неодинаковыми доходностью, ликвидностью и степенью риска. Теория портфеля предполагает построение такой инвестиционной программы, которая позволяет инвестору при имеющихся в его распоряжении свободных денежных средствах получить ожидаемый доход при минимальном риске. Инвестиционный портфель формируют на основе диверсификации (разнообразия) включаемых в него финансовых активов. Это означает, что чем большее количество видов ценных бумаг входит в портфель, тем меньше изменяется его общая стоимость в случае падения курса (цены) одной из составляющих (например, обыкновенных акций). И наоборот, чем меньше число типов ценных бумаг, включенных в портфель, тем более высокий доход в общем объеме дает рост одного из них.

Конкретные портфели могут иметь:

1) односторонний целевой характер;
2) сбалансированный характер, если в портфеле аккумулируют ценные бумаги, приобретенные для решения различных задач, и в целом его содержание соответствует балансу целей, которых придерживается инвестор;
3) бессистемный характер, если на российском фондовом рынке приобретение ценных бумаг происходит хаотично, без четко выраженной цели и если портфель имеет разрозненный вид (по характеру эмитентов, видов, типов и категорий ценных бумаг).

В последнем случае риски владельца портфеля особенно велики.

Портфель может состоять из ценных бумаг одного вида, а также изменять свои состав и структуру путем замещения одного вида финансовых инструментов другими. С учетом видов ценных бумаг (акций, корпоративных облигаций, векселей и др.) инвестор формирует свой инвестиционный портфель, соблюдая определенный баланс между сложившимся на фондовом рынке уровнем доходности и риска за каждый период времени (неделя, месяц, квартал).

Тип портфеля — это обобщенная характеристика с позиций задач, стоящих перед ним в целом или отдельными видами ценных бумаг, входящих в его состав.

На практике существует следующая классификация портфелей: роста; дохода; рискового капитала; сбалансированные; стабильного роста дохода и капитала; краткосрочных ценных бумаг; долгосрочных

финансовых инструментов с фиксированным доходом; специализированные; региональные и отраслевые.

Портфель роста ориентирован на акции тех эмитентов, которые быстро увеличивают свою курсовую стоимость (цену) на вторичном фондовом рынке (например, акции нефтяных и энергетических компаний). Цель создания такого портфеля — увеличение капитала инвестора. Владельцу этого портфеля в данный период времени дивиденды могут быть выплачены в небольшом размере с расчетом на будущий высокий доход.

Портфель дохода предназначен для получения высокого текущего дохода (в форме дивидендов и процентов). Отношение стабильно выплачиваемого дохода к курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг, входящих в данный портфель, значительно выше среднерыночного уровня. При этом курсовая стоимость ценных бумаг растет несколько быстрее, чем доход по ним (дивиденд или процент).

Портфель рискового капитала состоит из акций молодых компаний «агрессивного» типа, выбравших стратегию быстрого расширения производства товаров на основе новейших технологий.

Портфель краткосрочных ценных бумаг формируют исключительно из высоколиквидных финансовых инструментов, которые можно быстро продать для получения наличных денежных средств. Они являются финансовым резервом акционерного общества — инвестора. На фондовом рынке России подобные финансовые инструменты практически отсутствуют.

Портфель долгосрочных финансовых инструментов с фиксированным доходом ориентирован на частные долгосрочные облигации с длительным сроком обращения (например, на биржевые облигации).

Сбалансированный портфель состоит из множества ценных бумаг с различными сроками обращения. Его цель — обеспечить регулярность поступления доходов по различным ценным бумагам.

Специализированный портфель означает ориентацию инвестора на вложения в специальные финансовые инструменты (муниципальные облигации, опционы, фьючерсы и др.).

Региональные и отраслевые портфели включают ценные бумаги, выпускаемые исполнительными органами власти субъектов Российской Федерации (облигации субфедеральных и муниципальных займов), а также ценные бумаги эмитентов, представляющих данную

отрасль экономики и обеспечивающих высокую доходность по ним (например, электроэнергетику, черную и цветную металлургию).

По соотношению уровня риска и дохода портфели подразделяют на следующие виды:

1) портфель агрессивного инвестора. Его цель — получение максимального дохода при высоком уровне риска. Для этого выбирают эмиссионные ценные бумаги, курс которых существенно изменяется в результате колебания рыночной конъюнктуры;
2) портфель умеренного инвестора, позволяющий при заданном уровне риска получить приемлемый доход;
3) портфель консервативного инвестора, предусматривающий минимальный уровень риска при использовании надежных, но медленно растущих по курсовой стоимости ценных бумаг. Гарантии получения невысокого дохода не подвергаются сомнению, но сроки его получения распределены во времени.

В настоящее время различные портфельные стратегии получили широкое распространение на фондовом рынке России. Большинство инвесторов используют их при совершении сделок на организованном рынке ценных бумаг.

Портфельные инвестиции связаны с формированием портфеля и представляют собой приобретение финансовых инструментов, которые удовлетворяют интересы конкретных инвесторов. Главное условие формирования портфеля заключается в достижении оптимального соотношения между уровнем риска и дохода. Чтобы добиться реализации данного условия, необходимо соблюдать ряд важных принципов.

1. Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии определяет соответствие между целями стратегии акционерного общества и его инвестиционным портфелем. Необходимость такой увязки выражается преемственностью краткосрочного и долгосрочного прогнозирования инвестиционной деятельности. При этом задачи краткосрочного планирования подчиняют долгосрочным стратегическим целям.

2. Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам, то есть денежным средствам, которые можно вложить в фондовый портфель. Данный принцип предполагает

сохранение финансовой устойчивости акционерного общества. Реализация этого принципа на практике определяет ограниченность отбираемых в портфель финансовых инструментов рамками возможного их финансирования.

3. Принцип оптимизации соотношения доходности и риска определяет пропорции между данными параметрами исходя из приоритетных целей инвестора. Реализация данного принципа достигается путем диверсификации объектов инвестирования.
4. Принцип оптимизации соотношения доходности и ликвидности определяет необходимые пропорции между данными параметрами. Этот принцип должен способствовать обеспечению финансовой устойчивости и платежеспособности акционерного общества — инвестора.
5. Принцип обеспечения управляемости портфелем ценных бумаг. Он определяет ограниченность отбираемых в портфель финансовых инструментов возможностями имеющихся у инвестора денежных ресурсов. При недостаточной эффективности ценных бумаг целесообразно реинвестировать вложенные в них денежные средства в более доходные и надежные активы.

Формирование инвестиционного портфеля с учетом указанных принципов осуществляют в определенной логической последовательности. Основные этапы формирования этого портфеля представлены на рис. 5.1.

В работе по формированию портфеля целесообразно учитывать фактор необходимости переоценки стоимости акций, обусловленный нестабильностью деловой ситуации на фондовом рынке, а также финансового состояния акционерных обществ-эмитентов. Федеральная служба по финансовым рынкам РФ разработала минимальные стандарты, раскрываемые эмитентами в проспектах ценных бумаг и отчетах об итогах их выпуска, дающих представление о пороге безопасности и способности эмитентов выполнять финансовые обязательства перед потенциальными инвесторами. Их используют финансовые аналитики и другие профессиональные участники фондового рынка для установления того минимального уровня, выше которого эмиссионные ценные бумаги можно считать привлекательными для потенциальных покупателей.



Рис. 5.1. Важнейшие этапы формирования инвестиционного портфеля

Такими стандартными показателями могут быть:

1) обеспечение процентных платежей (процентное покрытие);
2) способность эмитента погасить задолженность по облигационным займам (включая начисленные проценты) кредиторам;
3) отношение долгосрочного займа (по корпоративным облигациям) к акционерному капиталу и активам эмитента;
4) соотношение между оборотными активами и краткосрочными обязательствами эмитента – коэффициент платежеспособности (рекомендуемое значение 1,0–2,0).

Определив инвестиционные качества ценных бумаг эмитента, инвестор (или по его поручению финансовый аналитик) обязан также оценить и другие важные параметры:

- соотношение между доходностью и рыночной ценой акции;
- пригодность финансового инструмента для реализации целей портфеля (с учетом его типа);

- выгодность конверсии облигаций в обыкновенные акции;
- налоговый аспект предстоящей покупки ценных бумаг;
- возможные изменения средней ставки банковского процента по кредитам и депозитам на рынке ссудного капитала и др.

После совершения покупки ценных бумаг и включения их в фондовый портфель целесообразно регулярно (не реже одного раза в месяц) осуществлять финансовый анализ состава и структуры портфеля, а также компаний-эмитентов (по данным публикуемой или бухгалтерской отчетности).

Контрольные вопросы

1. Дайте определение инвестиционного портфеля.
2. Назовите основные типы портфелей ценных бумаг.
3. Сформулируйте важнейшие принципы формирования портфеля ценных бумаг.

5.3. Технология управления фондовым портфелем акционерного общества

В условиях формирования отечественного фондового рынка целесообразно определить концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерного общества. Общество вправе привлекать денежные средства за счет эмиссии собственных ценных бумаг (пассивные операции) и вкладывать привлеченные средства в высокодоходные активы (внеоборотные и оборотные) (активные операции). Их цель — прирост акционерного капитала и получение дополнительной прибыли.

Если вложения в ценные бумаги и привлеченные с их помощью денежные средства составляют множество позиций и включают ряд партнеров акционерного общества, то возникает проблема управления активами и пассивами как единым целым. Особенно актуальна она для акционерных компаний, которые одновременно являются эмитентами и инвесторами, то есть покупателями эмиссионных ценных бумаг сторонних эмитентов. В портфель инвестора можно включать ценные бумаги одного вида (обыкновенные акции) или нескольких

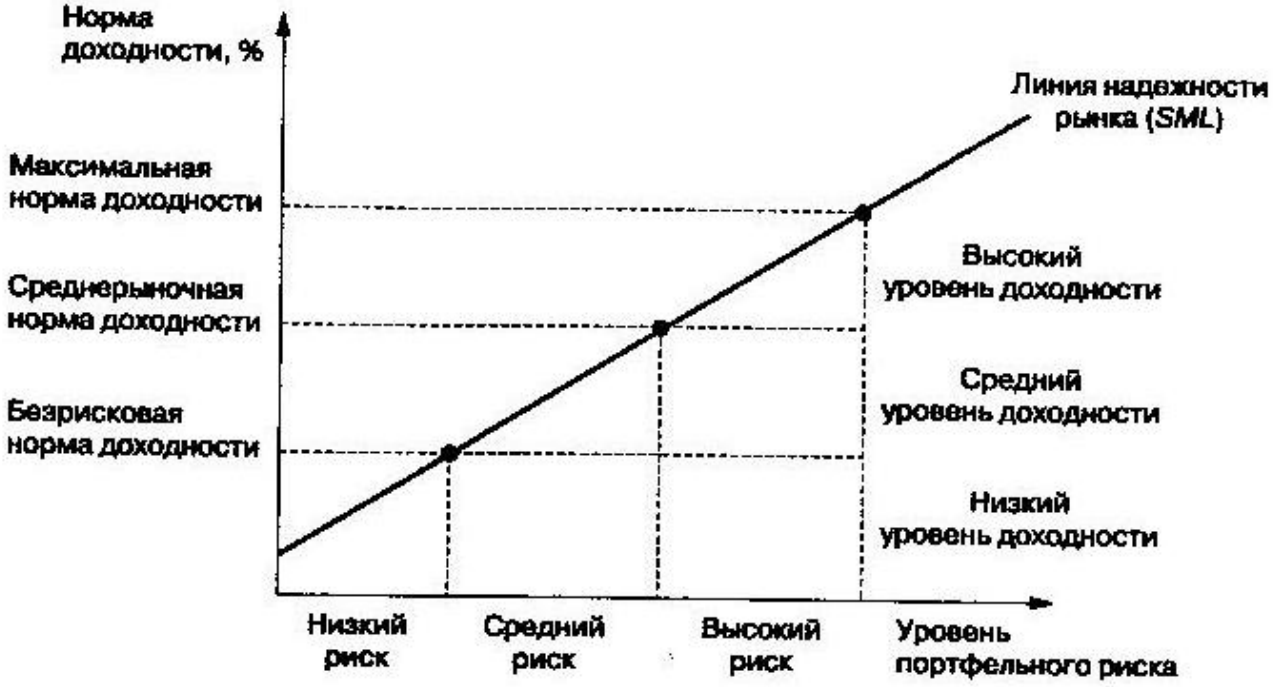

Рис. 5.2. Зависимость нормы доходности фондового портфеля инвестора от уровня портфельного риска

видов (привилегированные акции, корпоративные облигации, депозитные сертификаты, векселя, государственные облигации).

Формируя портфель, инвестор исходит из выбранной им инвестиционной стратегии и стремится добиться того, чтобы он был доходным, ликвидным и безопасным. Поэтому важнейшие критерии формирования портфеля: доходность, безопасность, ликвидность и рост курсовой стоимости входящих в него эмиссионных ценных бумаг. Под безопасностью портфельных инвестиций понимают страхование от возможных рисков и стабильность получения дохода. Безопасность портфеля достигается, как правило, в ущерб доходности и росту вложений.

Под ликвидностью подразумевают способность финансового актива быстро превратиться в денежные средства для приобретения товаров и услуг.

Ни одна эмиссионная ценная бумага не имеет всех перечисленных свойств, поэтому целесообразно выбирать «золотую середину» между требуемым уровнем доходности и риска. Если ценная бумага безопасна, то ее доходность будет низкой, и покупатель будет предлагать за нее реальную цену. Основная цель инвестора — достичь оптимального соотношения между доходом и риском. Соотношение между этими параметрами можно показать на графике (рис. 5.2).

ПРИМЕЧАНИЕ

Уровень портфельного риска можно измерить с помощью бета-коэффициента, дисперсии, среднего квадратического отклонения, коэффициента вариации и иными способами.

Процедура управления фондовым портфелем предполагает:

- отбор ценных бумаг, включаемых в этот портфель;
- финансовый анализ состава и структуры фондового портфеля по общепринятым критериям;
- регулирование его содержания для достижения целей инвестора при сохранении минимальных затрат на создание портфеля;
- реинвестирование высвобождающихся денежных средств от продажи неэффективных ценных бумаг.

Цели портфельного инвестирования в зарубежных компаниях (корпорациях) можно сформулировать следующим образом:

- получение приемлемого дохода (в форме дивиденда, процента, дисконта);
- сохранение акционерного капитала;
- обеспечение прироста капитала на основе увеличения курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг.

Данные цели могут быть альтернативными и соответствовать различным типам инвестиционного портфеля. Например, если ставится цель получения высокого уровня дохода, то предпочтение отдают «агрессивному» типу портфеля, состоящему из низколиквидных и высокорисковых ценных бумаг «молодых» компаний-эмитентов, способных принести высокий доход в будущем. Наоборот, если наиболее важным предпочтением для инвестора является обеспечение сохранности и увеличение стоимости капитала, то в фондовый портфель включают достаточно ликвидные и доходные ценные бумаги, которые эмитировали известные акционерные компании (корпорации).

В условиях нестабильной экономики современной России система целей управления инвестиционным портфелем видоизменяется. Главными из них становятся операции по увеличению номинальной стоимости акций или их размещение среди акционеров за счет стоимости собственных активов, консолидация и дробление акций, конвертация облигаций в акции.

Для повышения эффективности функционирования фондового рынка предлагают включить в законодательство РФ понятие «квалифицированный инвестор»[1].

В соответствии с мировой практикой квалифицированным инвестором признают лицо, опыт и квалификация которого позволяют ему адекватно оценивать риски, связанные с вложением денежных средств в ценные бумаги, и самостоятельно осуществлять операции с ними на основании таких оценок. Квалифицированными инвесторами могут признавать компании, имеющие лицензии профессиональных участников на рынке ценных бумаг, а именно: брокерские и дилерские компании, управляющие компании, кредитные и страховые организации, промышленные корпорации, а также отвечающие определенным требованиям физические лица, осуществляющие операции на фондовом рынке.

Порядок размещения и обращения эмиссионных ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов предполагает следующие особенности:

- возможность вторичного обращения ценных бумаг, размещаемых среди квалифицированных инвесторов, до регистрации отчета об итогах выпуска;
- упрощенный режим раскрытия информации. (Эмиссия ценных бумаг, размещаемых среди квалифицированных инвесторов, может быть освобождена от требования государственной регистрации проспекта ценных бумаг, а раскрытие информации в форме ежеквартального отчета эмитента ценных бумаг можно осуществлять в сокращенной форме.)

Предлагаемые новации, по мнению составителей «Стратегии развития финансового рынка РФ на 2006–2008 годы», позволяют без ущерба интересам инвесторов снизить цену привлечения капитала эмитентами, а также их затраты, связанные с раскрытием информации.

К портфелю ценных бумаг предъявляют определенные требования. Во-первых, выбор оптимального фондового портфеля можно осуществлять на основе двух возможных вариантов:

---

[1] Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы. Утверждена Правительством РФ 01.06.2006 г.

- портфель, ориентированный на первоочередное получение доходов за счет выплаты дивидендов и процентов;
- портфель, ориентированный на преимущественный прирост курсовой стоимости входящих в него эмиссионных ценных бумаг.

Во-вторых, установление наиболее выгодного сочетания доходности и риска портфеля, то есть удельного веса ценных бумаг с различным уровнем дохода и риска. Данную задачу решают с учетом общего правила, действующего на фондовом рынке: чем более высокий потенциальный риск имеет финансовый актив, тем более весомый доход он должен приносить владельцу, и наоборот. К наиболее рисковым ценным бумагам на фондовом рынке России относят обыкновенные акции акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. Исключение из этого правила составляют акции компаний-эмитентов топливно-энергетического комплекса, черной и цветной металлургии, связи, телекоммуникаций.

В-третьих, оценку ликвидности фондового портфеля рассматривают в двух аспектах:

- как способность быстрой трансформации всего портфеля или его части в денежные средства (с минимальными расходами на реализацию ценных бумаг);
- как способность предприятия своевременно погашать свои обязательства перед кредиторами, которые участвовали в формировании портфеля ценных бумаг (например, перед владельцами корпоративных облигаций).

В данном случае приоритетное значение имеет вопрос о соответствии сроков привлечения источников средств сформированным на их основе вложениям в финансовые активы. Несовпадение сроков между источниками получения средств и вложений в ценные бумаги, невозможность быстро продать последние на фондовом рынке приводят, как правило, к неплатежеспособности компании-эмитента, прежде всего по обязательствам, возникающим перед владельцами корпоративных облигаций (например, если средства, полученные от продажи облигаций, были направлены на приобретение обыкновенных акций сторонних эмитентов). Данное положение имеет принципиальное

Таблица 5.1. Примерная структура инвестиционного портфеля различных инвесторов, %

№ п/п	Виды ценных бумаг	Фондовый портфель		
		агрессивного инвестора	умеренного инвестора	консервативного инвестора
1.	Акции	60	35	10
2.	Государственные долговые обязательства (облигации)	20	35	50
3.	Корпоративные облигации	10	15	20
4.	Краткосрочные ценные бумаги со сроком обращения до одного года	10	15	20
5.	Всего	100	100	100

значение для финансовых компаний (дилеров) и инвестиционных фондов, занимающихся только осуществлением операций с ценными бумагами (их приобретением и продажей).

В-четвертых, первоначальный состав портфеля и его возможные изменения определяют с учетом конъюнктуры фондового рынка (спроса и предложения на ценные бумаги). Принимая во внимание состав и структуру фондового портфеля, инвестор может быть агрессивным, умеренным и консервативным. Агрессивный инвестор стремится получить максимальный доход от своих вложений, поэтому приобретает акции известных компаний (корпораций). Консервативный инвестор покупает главным образом облигации государственных займов, размещает свободные денежные средства на депозитных счетах в банках. Указанные операции имеют небольшую степень риска, поэтому приносят невысокий доход по сравнению с уровнем текущего дохода по обыкновенным акциям.

Примерная структура фондового портфеля различных инвесторов представлена в табл. 5.1.

В-пятых, необходимо выбрать стратегию дальнейшего управления фондовым портфелем.

На практике возможны следующие стратегии.

1. Каждому виду ценных бумаг отводят определенный фиксированный удельный вес в фондовом портфеле, который стабилен в течение некоторого времени (недели, месяца, квартала). Поскольку на фондовом рынке происходят периодические изменения курсовой стоимости ценных бумаг, целесообразно своевременно пересматривать состав портфеля, чтобы сохранить первоначально выбранные соотношения между отдельными видами финансовых активов.
2. Инвестор (владелец портфеля) придерживается гибкой шкалы удельных весов приоритетных ценных бумаг в составе фондового портфеля. Первоначально его формируют из определенных весовых соотношений между финансовыми активами. В последующем эти весовые соотношения корректируют исходя из результатов анализа деловой ситуации на фондовом рынке и ожидаемых изменений характера спроса и предложения на ценные бумаги.
3. Инвестор активно использует опционные и фьючерсные контракты для корректировки состава портфеля в благоприятном для себя направлении в части изменения цен на фондовом рынке.

В процессе инвестиционной деятельности могут меняться цели инвестора, что приводит к необходимости корректировки состава портфеля. Обновление портфеля сводят к пересмотру соотношения между доходностью и риском входящих в него финансовых активов.

Эмиссионную ценную бумагу продают, если она:

- не принесла требуемый инвестору доход и не ожидается его рост в будущем;
- выполнила возложенную на нее функцию;
- появились более доходные сферы вложения временно свободных денежных средств.

Принятие решений о продаже отдельных видов финансовых инструментов является одной из распространенных форм оперативного управления инвестиционным портфелем.

Портфель ценных бумаг требует частой корректировки в силу непрерывного изменения конъюнктуры на фондовом рынке. Подготовку и принятие таких решений целесообразно осуществлять не реже двух раз в квартал раздельно по акциям и корпоративным облигациям. Решение о продаже финансовых активов принимают в том случае, если значение нормы текущей доходности фондового портфеля ниже величины средней взвешенной стоимости капитала компании инвестора:

$$Р \leqslant ССК,$$

где Р — норма текущей доходности фондового портфеля, %; ССК — средняя взвешенная стоимость капитала (*WACC*), %.

При решении вопроса о проведении реструктуризации инвестиционного портфеля одновременно рассматривают возможность реинвестирования высвобождаемого капитала.

Проблема продажи эмиссионных ценных бумаг возникает в том случае, если результаты прогноза владельца фондового портфеля подтверждают негативное развитие в будущем периоде одного из перечисленных факторов.

В случае приобретения ценных бумаг одного эмитента инвестору необходимо исходить из принципа финансового левериджа, который выражает соотношение между корпоративными облигациями, с одной стороны, и привилегированными и обыкновенными акциями — с другой. Финансовый леверидж (ФЛ) вычисляют по формуле:

$$ФЛ = \frac{К_О}{П_А + О_А},$$

где $К_О$ — сумма эмиссии корпоративных облигаций; $П_А$ — сумма эмиссии привилегированных акций; $О_А$ — сумма эмиссии обыкновенных акций.

Финансовый леверидж является параметром как финансовой устойчивости акционерного общества-эмитента, так и надежности фондового портфеля инвестора.

Высокий уровень финансового левериджа (свыше 0,5, или 50%) опасен для акционерного общества, так как приводит к его нестабильности. Это связано с тем, что проценты по облигационным займам выплачивают из прибыли до налогообложения (их отражают в составе операционных расходов), а дивиденды по акциям из чистой

прибыли — после налогообложения. Чрезмерная выплата процентов по облигационным займам понижает не только налогооблагаемую, но и чистую прибыль компании-эмитента.

Необходимо отметить, что в сравнении с портфелем реальных инвестиционных проектов портфель ценных бумаг имеет ряд положительных аспектов, например:

- более высокая его ликвидность и управляемость, как непосредственным владельцем, так и через доверительное управление;
- возможность (при определенных условиях) достичь необходимого уровня доходности при минимизации риска вложений капитала;
- возможность создания вторичных финансовых резервов путем включения в фондовый портфель краткосрочных финансовых активов, которые можно быстро преобразовать в наличные денежные средства;
- возможность использовать при управлении портфелем различные инвестиционные стратегии (агрессивную, умеренную и консервативную);
- конвертируемость одних финансовых инструментов в другие (например, корпоративных облигаций — в акции; префакций — в обыкновенные акции).

К недостаткам портфельного инвестирования можно отнести:

- значительный уровень риска при вложении денежных средств в акции и облигации «молодых» и мало известных средних компаний (он часто распространяется не только на доход, но и на весь инвестируемый капитал);
- отсутствие во многих случаях возможности реального воздействия на доходность фондового портфеля (кроме варианта реинвестирования капитала в более доходные финансовые активы);
- недостаточная инфляционная защищенность данного портфеля;
- ограниченная возможность выбора отдельных видов ценных бумаг для инвестирования в российских условиях;

- сложность и длительность процедуры эмиссии и корпоративных облигаций в России.

Формирование портфеля ценных бумаг для большинства инвесторов целесообразно осуществлять только в тех случаях, когда у них недостаточно эффективных проектов реального инвестирования или когда негативная конъюнктура на рынке инвестиционных товаров не позволяет реализовать реальные проекты. Для институциональных инвесторов (в первую очередь для финансовых компаний, инвестиционных фондов, кредитных и страховых организаций) образование эффективного и сбалансированного фондового портфеля является первоочередной задачей.

Следует помнить, что портфель считают эффективным, если он максимизирует ожидаемый доход для данного уровня риска или минимизирует риск для требуемого уровня дохода.

Контрольные вопросы

1. Назовите инвестиционные стратегии, которые использует инвестор при управлении фондовым портфелем.
2. Расскажите о линии надежности рынка ценных бумаг.
3. Охарактеризуйте процедуру управления фондовым портфелем.
4. Сформулируйте цели портфельного инвестирования.
5. Охарактеризуйте показатель финансового левериджа.
6. Приведите причины продажи эмиссионных ценных бумаг.
7. Назовите преимущества и недостатки портфельного инвестирования.

5.4. Диверсификация фондового портфеля

Распространенным методом снижения риска потерь инвестора от управления фондовым портфелем служит его диверсификация, то есть приобретение им различных видов (типов) ценных бумаг. Риск существенно снижается, когда финансовые активы компании-инвестора распределены между различными видами фондовых инструментов и эмитентами. Диверсификация понижает риск за счет того, что

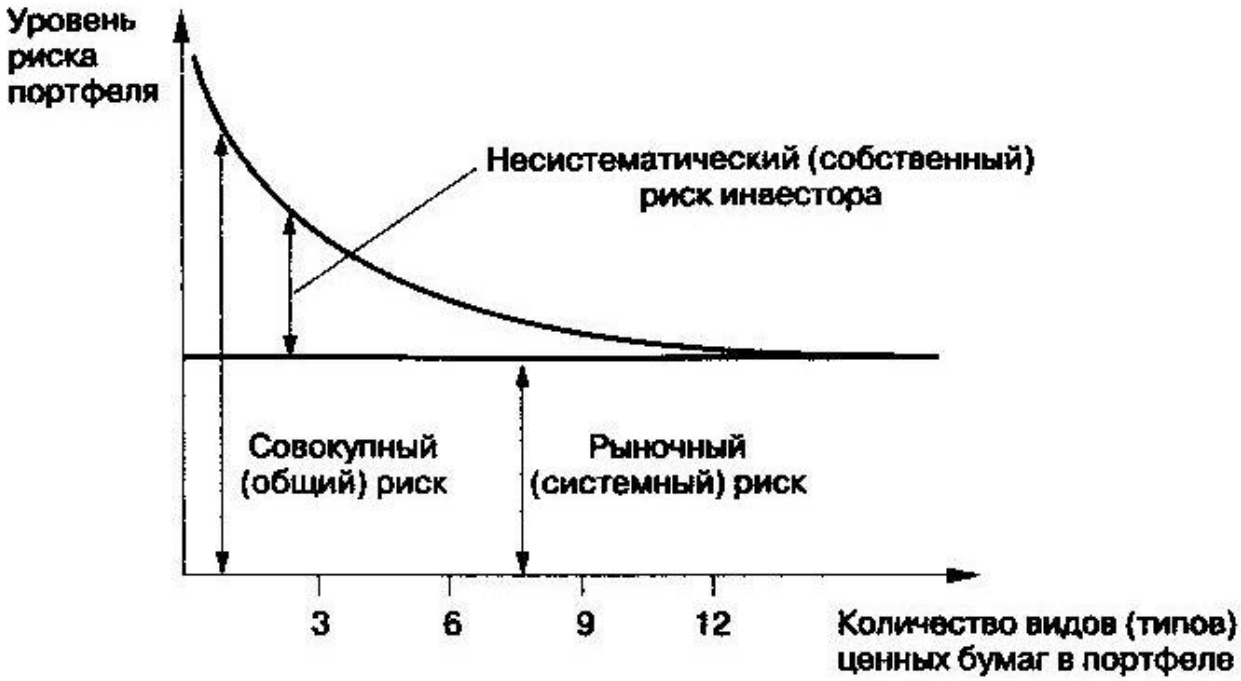

Рис. 5.3. Диверсификация и риск фондового портфеля инвестора

возможные низкие доходы по одним ценным бумагам будут компенсированы высокими доходами по другим финансовым активам.

Минимизации риска достигают за счет включения в портфель ценных бумаг эмитентов широкого круга отраслей хозяйства и видов бизнеса. Отдельные специалисты оценивают как оптимальную величину фондового портфеля, в котором содержится от 8 до 12 различных видов (типов) ценных бумаг (рис. 5.3).

При большем количестве видов ценных бумаг (свыше 12) портфель становится трудноуправляемым, так как возникает эффект излишней диверсификации. Он может привести к таким негативным последствиям, как:

- невозможность качественного управления портфелем;
- приобретение недостаточно доходных и ликвидных эмиссионных ценных бумаг;
- рост расходов инвестора на проведение фундаментального и технического анализа фондового рынка;
- высокие издержки на приобретение мелких пакетов ценных бумаг.

Расходы по управлению излишне диверсифицированным портфелем могут не принести ожидаемого результата, так как его доходность

будет возрастать более низкими темпами, чем затраты по управлению им.

Контрольные вопросы

1. Раскройте содержание понятия «диверсификация фондового портфеля».
2. Приведите оптимальный размер инвестиционного портфеля по количеству включаемых в него видов ценных бумаг.
3. Назовите негативные моменты излишней диверсификации портфеля.

5.5. Виды и способы снижения рисков фондового портфеля

Инвестиционные решения, принимаемые эмитентами ценных бумаг, инвесторами и финансовыми посредниками, связаны с определенным риском. Соизмерение вероятных потерь с предполагаемой выгодой (доходом) составляет основу инвестиционных решений инвестора и эмитента. Финансовую операцию считают рискованной, если ее эффективность (доходность) не поддается точному определению (является недетерминированной). В момент заключения сделки неопределенность эффективности, а следовательно, и рискованность — свойство любой операции, связанной с куплей-продажей ценных бумаг. Некоторое исключение составляют государственные долговые обязательства экономически развитых стран, но если учесть непредсказуемость инфляции или обменного курса валют, то вызывает сомнение даже безрисковость векселя казначейства США. Формирование на предприятиях системы управления риском и экономическими отношениями, возникающими в процессе управления, в том числе финансовым риском, относится к риск-менеджменту.

В отношении сделок с эмиссионными ценными бумагами имеют место два вида риска — спекулятивный и чистый.

Спекулятивный риск выражается в возможности получения положительного (выигрыша) или отрицательного (проигрыша) результата.

Чистый риск характеризует возможность получения отрицательного (проигрыша) или нулевого результата.



Рис. 5.4. Ключевая цель риск-менеджмента в процессе инвестиционной деятельности (операции с ценными бумагами)

Процесс управления риском можно представить в виде трех последовательных процедур:

- определение цели управления риском;
- анализ и оценка риска;
- проведение мероприятий по снижению риска в процессе реализации принятого инвестиционного решения.

Целью риск-менеджмента является сохранение ресурсов (стоимости вложенного капитала), что видно из следующей схемы (рис. 5.4).

Результатом первой процедуры является установление потенциального уровня риска принимаемого инвестиционного решения без учета анализа и проведения мероприятий по его снижению (компенсации).

При осуществлении второй процедуры (анализ и оценка риска) целесообразно установить и идентифицировать факторы риска, выбрать критерии оценки риска и подробно изучить полученные варианты принятого инвестиционного решения.

В процессе анализа и оценки риска рекомендуют соблюдать основополагающие правила риск-менеджмента:

1) максимум выигрыша (получения дохода);
2) оптимальная вероятность результата;
3) оптимальная изменчивость результата;
4) оптимальное сочетание выигрыша (дохода, прибыли) и риска (чего можно достичь, только сформировав эффективный инвестиционный портфель ценных бумаг).

Для успешного управления финансовыми рисками целесообразно использовать такой показатель, как коэффициент финансового риска, который определяют по формуле:

$$К_{ФР} = П_{М} : СФР,$$

где $К_{ФР}$ — коэффициент финансового риска, доли единицы; $П_{М}$ — максимально допустимая сумма потерь инвестора при вложении капитала в финансовые активы; СФР — собственные финансовые ресурсы, направленные на формирование портфеля ценных бумаг.

Данный коэффициент выражает уровень риска, ведущего к банкротству инвестора. Риск приемлем, если коэффициент финансового риска равен 0,2. Риск внушает опасения, если этот коэффициент больше 0,2, но меньше 0,6. При значении коэффициента больше 0,6 имеются основания ожидать банкротства инвестора.

Для измерения уровня риска используют и другие параметры: бета-коэффициент, дисперсию, среднее квадратическое (стандартное) отклонение, коэффициенты вариации и ковариации[1].

Третья процедура управления рисками предполагает разработку мероприятий по их снижению. В состав способов, применяемых в риск-менеджменте, входят:

- диверсификация фондового портфеля;
- сбор и обработка представительной информации о предмете сделки с ценными бумагами;
- самострахование (создание финансовых резервов для покрытия возможных убытков);
- страхование операций с финансовыми активами;
- хеджирование — страхование от неблагоприятного изменения цен на фондовой бирже путем заключения контрактов, предусматривающих поставки ценных бумаг в будущем по фиксированным ценам (опционных и индексных фьючерсных контрактов);
- операции СВОП — финансовые сделки по обмену между двумя субъектами обязательствами или финансовыми активами (инструментами) с целью улучшения структуры фондового портфеля, снижения риска и затрат по его формированию;
- лимитирование — установление лимита (предельной величины) на приобретение особо рисковых ценных бумаг и др.

[1] Методика их вычисления представлена в специальной литературе по финансовому и инвестиционному менеджменту.

Эффективность операций с ценными бумагами зависит от трех факторов: цены покупки, промежуточных выплат и цены продажи.

Первый фактор детерминирован, так как цена покупки точно известна в момент совершения сделки. Применительно к процентным ценным бумагам (облигациям) детерминированы первые два фактора, поскольку они зафиксированы в обязательствах эмитента. Однако существует риск их невыполнения (например, в результате отсрочки погашения государственных ценных бумаг или банкротства акционерного общества-эмитента). Динамику курсовой стоимости процентных ценных бумаг можно заранее спрогнозировать. Владелец облигаций может продать их в любой момент до объявления срока погашения (если такая процедура предусмотрена условиями эмиссии), если он решит, что текущий курс выгоден для реализации. Но в случае повышения данного курса в будущем он может оказаться в проигрыше. Таким образом, эффективность процентных финансовых инструментов государства и корпораций можно предсказать с определенными допущениями, поскольку купонные и конечные платежи гарантированы государством и активами акционерного общества. Даже в случае банкротства последнего кредитные обязательства по облигациям возмещают из прибыли до налогообложения, то есть в первоочередном порядке.

По обыкновенным акциям эмитент не берет на себя формальных обязательств выплатить дивиденды или выкупить акции у их владельцев по какой-либо фиксированной цене. Поэтому приобретение обыкновенных акций, безусловно, рискованная финансовая операция. Однако долевые ценные бумаги предлагают инвесторам более высокую норму доходности, чем долговые.

Риск портфеля ценных бумаг характеризуют вероятностью того, наступят ли обстоятельства, при которых инвестор понесет потери, вызванные инвестициями в фондовый портфель или операциями по привлечению финансовых ресурсов для создания данного портфеля.

Риск фондового портфеля включает в себя многие виды рисков.

1. Капитальный риск — это общий риск вложений в ценные бумаги. Исключить его невозможно. Анализ капитального риска сводят к оценке того, стоит ли вообще вкладывать денежные средства в ценные бумаги или лучше поместить их в другие виды активов (недвижимость, товары, валюту и пр.).

2. Селективный риск — риск неправильного выбора ценных бумаг для инвестирования, неверной оценки их инвестиционных качеств. Для его снижения целесообразно обращаться в специальные рейтинговые финансовые компании, анализирующие инвестиционные качества эмиссионных ценных бумаг, которые функционируют в России.
3. Временной риск — риск покупки и продажи финансовых инструментов в неподходящее время, что неизбежно приводит к потерям для инвестора. Например, сезонным изменениям подвержены курсы ценных бумаг торговых и перерабатывающих сельскохозяйственную продукцию предприятий.
4. Риск законодательных изменений возникает в связи с перерегистрацией акционерного общества, получением лицензии на право осуществления операций с ценными бумагами, что вызывает дополнительные расходы у эмитента и инвестора.
5. Риск налоговых изменений связан с корректировкой налогообложения операций с ценными бумагами, что влияет на доходы юридических и физических лиц — участников фондового рынка. При продаже или ином выбытии ценных бумаг налогоплательщик самостоятельно (в соответствии с принятой им учетной политикой) выбирает один из следующих методов списания на расходы стоимости выбывших ценных бумаг:
   - по себестоимости первых по времени приобретений (ФИФО);
   - по себестоимости последних по времени приобретений (ЛИФО).
6. Рыночный риск сопряжен с общим падением макроэкономической конъюнктуры на финансовом рынке, когда предложение ценных бумаг превышает спрос на них.
7. Риск ликвидности обусловлен возможностью потерь при реализации финансовых инструментов из-за изменения их качества. Риск потери ликвидности присущ многим отечественным эмиссионным ценным бумагам, часто продаваемым ниже номинальной стоимости, поэтому инвесторы отказываются видеть в них надежный товар.

8. Кредитный (деловой) риск обусловлен тем, что эмитенты долговых (процентных) ценных бумаг не в состоянии выплачивать проценты по ним и/или основную сумму долга. Кредитный риск требует внимания как финансовых посредников (дилеров), так и инвесторов. Финансовое состояние эмитента часто оценивают по соотношению заемных и собственных средств (по коэффициенту задолженности — гирингу). Дело в том, что банковский кредит является достаточно выгодным источником финансирования только в том случае, если сумма процентов по нему ниже расходов по дополнительному выпуску эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций). Однако чем выше доля заемных средств в пассиве баланса, тем больше вероятность для акционеров остаться без дивидендов, так как значительная часть прибыли эмитента будет передана коммерческому банку для выплаты процентов за кредит. При банкротстве эмитента бóльшая часть выручки от продажи имущества будет направлена на погашение долга кредиторам (банкам) и владельцам облигаций, а для возмещения акционерам понесенных ими финансовых потерь средств будет недостаточно.

9. Инфляционный риск проявляется вследствие того, что при высоких темпах инфляции (свыше 10% в год) предстоящие доходы от ценных бумаг обесцениваются (с позиции реальной покупательной способности денег) быстрее, чем растут. В результате инвестор несет ощутимые потери. Инфляционный риск характерен для вкладов населения в Сбербанке Российской Федерации.

10. Процентный риск — это риск потерь в связи с изменением процентных ставок на рынке ссудного капитала. Рост банковской процентной ставки приводит к понижению курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг (особенно акций). Резкое повышение процента по депозитным вкладам способно спровоцировать массовый «сброс» ценных бумаг, эмитированных под более низкие проценты. Такие ценные бумаги (например, корпоративные облигации) по условиям выпуска могут быть досрочно возвращены эмитентам.

11. Отзывной риск выражает риск потерь инвестора вследствие отзыва эмитентом своих облигаций в связи с превышением фиксированного уровня процентных выплат по ним над текущим рыночным процентом.
12. Страновой риск — это риск вложений в эмиссионные ценные бумаги акционерных обществ, находящихся под юрисдикцией страны с неустойчивым экономическим положением или недружественной по отношению к стране, резидентом которой является инвестор.
13. Отраслевой риск — риск потерь, обусловленных влиянием специфики отдельных отраслей хозяйства на инвестиционные качества ценных бумаг. При оценке этого риска помимо общеэкономических показателей отрасли анализируют, какую фазу (подъема, расцвета, стагнации или упадка) проходит она в своем развитии. Например, циклические акции привлекательны при экономическом росте и непривлекательны при экономическом спаде в конкретной отрасли. Следует отметить, что одни отрасли подвержены сильным колебаниям, а у других эти колебания проявляются слабее. Например, оборонительные акции предприятий-эмитентов массового спроса привлекательны, так как всегда имеют спрос. Они имеют устойчивую ликвидность, среднюю доходность и невысокий уровень системного риска (пищевая промышленность, связь и т.д.).
14. Микроэкономический риск генерирует деятельность самого предприятия-эмитента. Данный риск аналогичен отраслевому и во многом обусловлен последним. Наиболее рискованны (но и более доходны) акции «агрессивных» промышленных компаний, которые выбрали путь расширения производства и освоения новых видов продукции. Наконец, средний уровень риска присущ акциям «умеренных» предприятий-эмитентов, сочетающих здоровую «агрессивность» с разумным «консерватизмом».
15. Валютный риск характерен для вложений в валютные ценности и обусловлен изменением курса иностранной валюты. Потери инвестора возникают в связи с повышением курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам.

16. Операционный риск может возникнуть из-за неполадок в работе компьютерной системы по обработке информации, связанной с ценными бумагами, невысокой квалификации обслуживающего персонала, нарушениями в технологии операций с финансовыми инструментами, компьютерными злоупотреблениями. Риск урегулирования расчетов связан с потерями по операциям с ценными бумагами вследствие нарушения технологии в платежно-клиринговой системе.

Следовательно, финансовый директор акционерной компании (корпорации) в процессе принятия и реализации инвестиционных решений должен учитывать всю совокупность рисков, связанных с вложениями денежных средств в эмиссионные ценные бумаги.

Контрольные вопросы

1. Назовите характерные признаки рискованной финансовой операции.
2. Опишите процедуры управления рисками.
3. Назовите основные методы нейтрализации рисков в портфельном инвестировании.
4. Перечислите основные виды портфельных рисков.
5. Сформулируйте виды рисков, характерные для акционерного общества-эмитента и инвестора.

Глава 6. Источники финансирования капитальных вложений

После изучения материалов данной главы вы сможете:

- узнать особенности формирования финансовых ресурсов для долгосрочного инвестирования;
- дать характеристику источников финансирования капитальных вложений в основной капитал;
- изучить состав капитальных расходов федерального и региональных бюджетов;
- ознакомиться с методами оптимизации источников формирования инвестиционных ресурсов;
- сформулировать содержание и роль иностранных инвестиций в экономике России.

6.1. Особенности формирования инвестиционных ресурсов на цели долгосрочного инвестирования

Инвестиционную деятельность предприятий во всех ее формах осуществляют за счет финансовых ресурсов. От уровня их мобилизации зависит эффективность не только инвестиционной, но и текущей (операционной) деятельности хозяйствующих субъектов.

Финансовые ресурсы выражают реальный денежный оборот предприятия, то есть поток денежных средств. Источником их образования служат все денежные доходы и поступления средств, как внутренние (прибыль, амортизационные отчисления и др.), так и внешние (средства, мобилизуемые на фондовом и кредитном рынках).

По мнению В. М. Родионовой, под финансовыми ресурсами понимают «денежные доходы и поступления, находящиеся в распоряжении субъекта и предназначенные для выполнения финансовых обязательств, осуществления затрат по расширенному воспроизводству и экономическому стимулированию работающих»[1]. Проф. В. М. Родионова включает в состав финансовых ресурсов предприятия собственные и приравненные к ним средства, мобилизацию ресурсов на финансовом рынке и поступления денежных средств от финансово-банковской системы в порядке перераспределения.

По мнению проф. Д. С. Молякова, «основным источником формирования финансовых ресурсов на общегосударственном уровне является национальный доход, а на уровне субъекта хозяйствования — валовой доход и амортизация как часть национального богатства, используемая на инвестиции»[2]. Подобное определение вполне правомерно применительно к плановому хозяйству. Однако в современных условиях Федеральная служба по статистике России рассчитывает не национальный доход, а валовый внутренний продукт, который и служит источником образования финансовых ресурсов на макроуровне, а на микроуровне — выручка от продажи товаров (продукции, работ и услуг).

По мнению И. Т. Балабанова, «финансовые ресурсы хозяйствующего субъекта — денежные средства, имеющиеся в его распоряжении. Финансовые ресурсы направляются на развитие производства (производственно-торгового процесса), содержание и развитие объектов непроизводственной сферы, потребление, а также могут оставаться в резерве»[3]. Далее автор отмечает, что финансовые ресурсы, предназначенные для развития производства, выражают собой капитал в его денежной форме. Следовательно, автор отождествляет финансовые ресурсы с капиталом как частью денежных средств предприятия, то есть с оборотом денег, вложенных в бизнес и предназначенных для извлечения прибыли. Подобная трактовка вполне соответствует

---

[1] Родионова В. М. Финансы. — М.: Финансы и статистика, 1995. — С. 115.

[2] Моляков Д. С., Шохин Е. И. Теория финансов предприятий. — М.: Финансы и статистика, 2000. — С. 85.

[3] Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. — М.: Финансы и статистика, 2000. — С. 65.

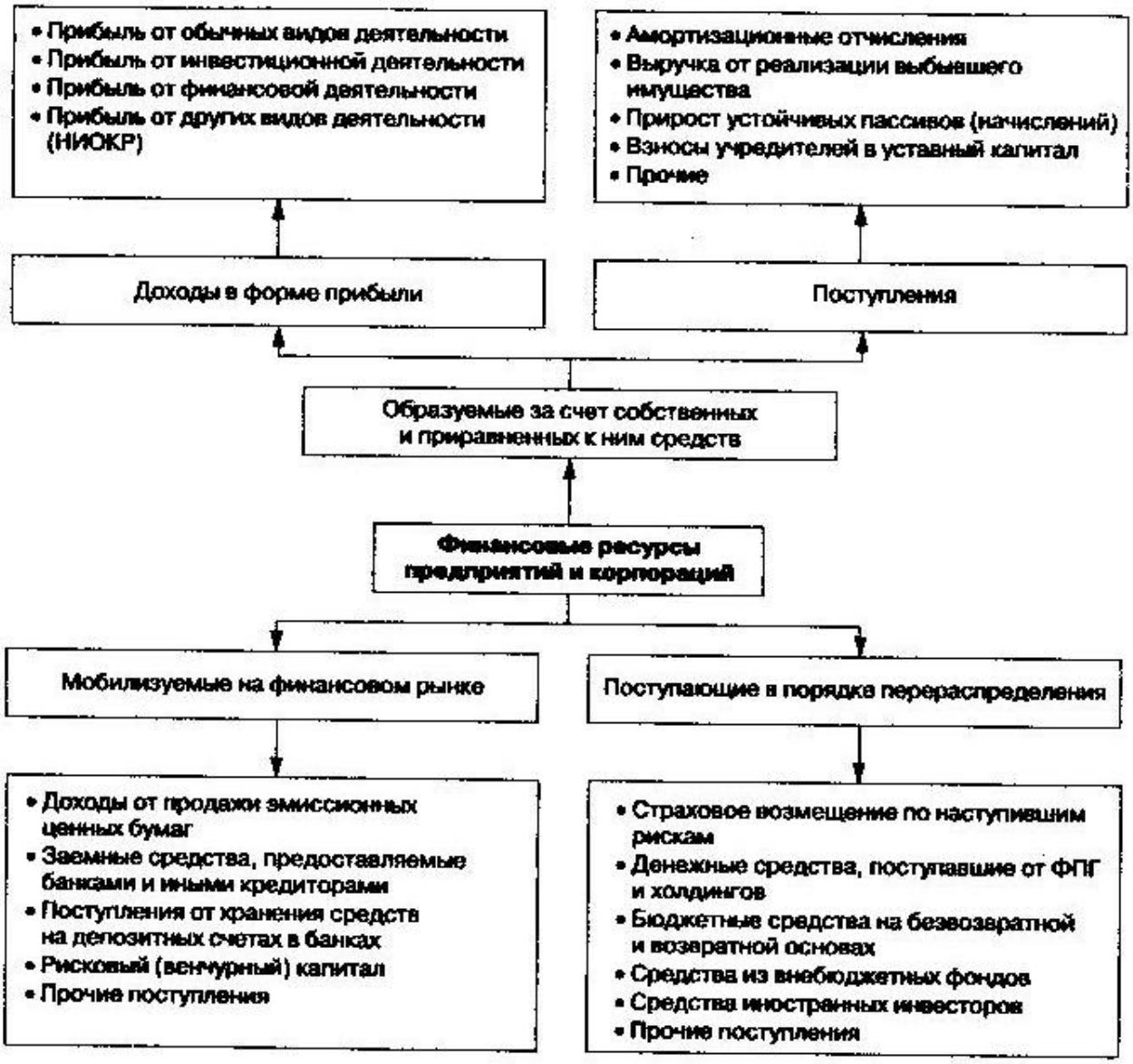

Рис. 6.1. Состав финансовых ресурсов коммерческих организаций

главной цели предпринимательской деятельности в условиях рыночного хозяйства.

Потенциально финансовые ресурсы формируют на стадии производства, где создают новую стоимость и осуществляют перенос прежней стоимости на готовый продукт, но именно потенциально, поскольку работники предприятий производят не финансовые ресурсы, а продукты труда в материально-вещественной форме. Последние реализуют на рынке, где они и получают денежную оценку. Реальное формирование финансовых ресурсов начинают только на стадии распределения, когда стоимость реализована. Из выручки от продажи товаров выделяют отдельные элементы стоимости (фонд возмещения,

фонд оплаты труда и прибыль). Не случайно прибыль, создаваемая на стадии производства, количественно формируется на стадии распределения в виде разницы между выручкой (нетто) от реализации (продаж) и полными издержками (себестоимостью) проданных товаров. Состав финансовых ресурсов российских предприятий показан на рис. 6.1.

Наличие в необходимых объемах финансовых ресурсов определяет финансовую устойчивость и гибкость предприятий в краткосрочном и долгосрочном периодах. Финансовая устойчивость характеризует стабильность финансового положения предприятия, которой достигают высоких долей собственных источников в общей сумме используемых денежных средств.

Финансовая гибкость — способность предприятия оперативно формировать необходимый объем финансовых ресурсов при неожиданном возникновении высокодоходных хозяйственных операций или новых возможностях ускорения экономического роста. Финансовое равновесие характеризует достигнутое финансовое состояние предприятия на определенный момент времени, при котором потребность в приросте основного объема активов удовлетворяют за счет собственных финансовых источников (чистой прибыли и амортизационных отчислений).

Наиболее общую модель финансового равновесия предприятия в долгосрочном периоде выражают следующим уравнением:

$$ЧП_{НП} + АО + \Delta АК + СФР_{ПР} = \Delta ВОА + \Delta ОА_{СЧ},$$

где $ЧП_{НП}$ — чистая (нераспределенная) прибыль, направляемая на цели инвестирования; АО — сумма амортизационных отчислений; $\Delta АК$ — прирост акционерного (уставного и резервного) капитала; $СФР_{ПР}$ — сумма собственных финансовых ресурсов, образуемых из прочих источников; $\Delta ВОА$ — объем прироста внеоборотных активов в прогнозном периоде; $\Delta ОА_{СЧ}$ — объем прироста стабильной части оборотных активов в прогнозном периоде.

Потребность в финансовых ресурсах устанавливают в прогнозных планах предприятия на предстоящий год или квартал (в бюджете доходов и расходов и инвестиционном бюджете). Поэтому они являются объектом учета, анализа, планирования и контроля со стороны

финансовой дирекции. Формируемые финансовые ресурсы предназначены для осуществления как текущей, так и инвестиционной деятельности организации.

Собственный капитал, состоящий из уставного, добавочного и резервного капиталов, а также нераспределенной прибыли, создает финансовую базу для продолжения и развития ее деятельности. Кроме собственного капитала предприятие вправе использовать в своей хозяйственной деятельности средства, полученные из других внутренних и внешних источников. В процессе функционирования оно использует начальный (стартовый) капитал для последующего его увеличения посредством наращивания объема производства (продаж) и прибыли, новых эмиссий акций, создания резервного капитала и т. д.

Источниками средств резервных фондов служат все источники формирования и увеличения капитала предприятия, и прежде всего его прибыль.

Исходя из целевой направленности и законодательного регулирования деятельности предприятий источниками резервов могут выступать и денежные средства, включаемые в издержки производства (себестоимость реализованной продукции), например ремонтный и амортизационный фонды, некоторые виды негосударственных страховых и пенсионных фондов. В хозяйственных обществах источником образования резервного капитала выступает чистая прибыль (после налогообложения). При этом в акционерных обществах открытого и закрытого типа резервный капитал образуют в соответствии с законодательством (его величина должна составлять не менее 5% от объема уставного капитала). В обществах с ограниченной и дополнительной ответственностью резервный капитал формируют в соответствии с учредительными документами (их уставом).

Финансовые ресурсы представляют собой совокупность капитала, имущества и других средств предприятия, выраженных в денежной форме, которые находятся в его распоряжении и используются им для реализации целей и задач, определенных учредительными документами.

Следовательно, финансовыми ресурсами (финансовым потенциалом) предприятия называют всю совокупность имеющихся в его

распоряжении денежных ресурсов, которые можно использовать в процессе текущей и инвестиционной деятельности.

Финансовый потенциал рассчитывают в том случае, если происходит изменение структуры финансовых ресурсов или источников их образования во взаимосвязи с изменением целей и задач деятельности предприятия.

Финансовые ресурсы в бухгалтерском балансе отражают в составе как пассивов, так и активов. Например, собственный капитал показывают в пассиве баланса, а финансовые вложения и доходные вложения в материальные ценности – в активе баланса. В бухгалтерском учете и отчетности эти финансовые ресурсы не систематизируют на внутренние и внешние.

Объем финансовых ресурсов и их структура зависят также и от вида деятельности организации. В текущей (операционной) деятельности, как правило, задействованы постоянные источники финансирования, находящиеся в ее распоряжении (как собственные — чистый оборотный капитал, так и заемные – краткосрочные кредиты банков и иных кредиторов). Кроме того, предприятие может привлечь и часть ресурсов, предназначенных на цели капитального инвестирования.

В инвестиционной деятельности, связанной с реальными проектами, объединяют финансовые ресурсы, привлекаемые как из внутренних, так и из внешних источников. Часто эти ресурсы на длительное время отвлекают из текущего хозяйственного оборота в надежде получить будущий полезный эффект (доход в форме прибыли). Условно эти ресурсы можно объединить в составе фонда накопления.

Источниками формирования и увеличения финансовых ресурсов (финансового потенциала) предприятия служат как собственные, так и привлеченные из внешней среды средства, вложенные в производственный процесс. Состав финансовых ресурсов во многом аналогичен источникам формирования и увеличения капитала предприятия. Однако их величина может быть больше за счет источников формирования имущества и других средств, не включаемых в состав капитала (например, выручка от реализации выбывшего имущества; прирост устойчивых пассивов; излишек оборотных средств на начало планируемого года; средства, поступающие в счет долевого участия в строительстве производственных объектов, и т. д.).

Оценка объема и структуры источников финансовых ресурсов в денежном выражении служит базой:

- для определения стоимости (цены) предприятия;
- оценки стоимости активов (имущества) организации;
- расчета и обоснований эффективности инвестиционных проектов;
- анализа результативности работы организации при освоении новых видов деятельности (сфер бизнеса), продуктов и технологий;
- принятия решений в соответствии с законодательством о несостоятельности (банкротстве) организации;
- принятия управленческих решений об использовании свободных денежных средств на финансовом рынке.

Финансовые ресурсы, направляемые для вложений в основной капитал, характеризуются рядом особенностей.

Наличие у предприятия достаточного объема собственных финансовых ресурсов создает условия для технического перевооружения и реконструкции действующего производства.

Формирование финансовых ресурсов на цели капитального инвестирования осуществляют непрерывно на всех стадиях жизненного цикла предприятия, начиная с момента его создания и до прекращения деятельности. При этом каждая стадия жизненного цикла отличается интенсивностью темпов и объемов формирования этих ресурсов.

На стадии проектирования предприятия (объекта) финансовые ресурсы необходимы для финансирования подготовки реального проекта к реализации (проектно-изыскательские работы, отвод земельного участка, экспертиза проекта). На стадии инвестирования финансируют строительно-монтажные работы, приобретение оборудования и других капитальных активов. На стадии эксплуатации предприятия финансовые ресурсы необходимы для осуществления его текущей деятельности.

Максимальной регулярностью формирования отличаются собственные средства предприятия. Следует помнить, что непрерывность образования финансовых ресурсов не означает равномерности

поступления их во времени: возможны существенные колебания в поквартальном разрезе.

Процесс формирования финансовых ресурсов имеет количественную определенность по объему, способу и структуре, а также характеризуется управляемостью со стороны финансистов предприятия. Формирование и использование финансовых ресурсов неразрывно связано с проводимой финансовой и инвестиционной политикой. Расширение масштабов инвестирования в основной капитал предполагает мобилизацию значительных объемов финансовых ресурсов из внутренних и внешних источников.

Темпы образования финансовых ресурсов за счет прибыли определяются ее объемом, а также дивидендной и инвестиционной политикой. Направление значительной части чистой прибыли (более 50%) на выплату дивидендов акционерам приводит, как правило, к дефициту денежных средств на цели инвестирования. Уровень капитализации чистой прибыли каждое предприятие определяет индивидуально, исходя из специфики текущей и инвестиционной деятельности и сложившихся условий на рынке капитала.

Объемы и источники формирования финансовых ресурсов, направляемых на капиталовложения, зависят и от стоимости (цены) их привлечения. При этом средневзвешенную стоимость инвестируемого капитала обязательно сравнивают с рентабельностью реального проекта. Такое сравнение позволяет предприятию формировать оптимальный инвестиционный портфель, учитывающий доходность, безопасность и ликвидность реальных инвестиционных проектов.

Возможность образования доступных финансовых ресурсов во многом зависит от структуры капитала, сложившейся в базисном периоде, и прогноза на будущее. Увеличение доли заемных средств в структуре инвестируемого капитала (свыше 50%) повышает уровень инвестиционных рисков и снижает финансовую устойчивость предприятия в предстоящем периоде. Указанные особенности формирования финансовых ресурсов целесообразно учитывать при разработке инвестиционной политики предприятия на предстоящий период.

Контрольные вопросы

1. Раскройте экономическую природу финансовых ресурсов.

2. Назовите источники образования финансовых ресурсов в организации (на предприятии).
3. В каких целях проводят оценку объема, структуры и источников финансовых ресурсов?
4. Какие факторы влияют на объем и динамику финансовых ресурсов?
5. Приведите особенности формирования финансовых ресурсов на цели реального инвестирования.

6.2. Общая характеристика источников финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал

Приоритетным источником финансирования капитальных вложений в индустриально развитых странах с устойчивой рыночной экономикой являются собственные средства акционерных компаний (корпораций) в форме амортизации основного капитала и нераспределенной прибыли. Так, в США на их долю приходится 65–70% от общего объема инвестиционных ресурсов. Они дополняются определенной долей доходов от реализации собственных ценных бумаг (акций и облигаций) и кредитами коммерческих банков (30–35%). Формирование и использование инвестиционных ресурсов в корпорациях США показано на рис. 6.2. Эффективность самофинансирования и его уровень зависят от удельного веса собственных источников в общем объеме финансовых ресурсов. В зарубежной практике его считают высоким, если доля собственных средств превышает 60% от общего объема финансирования (внутреннего и внешнего).

В международной практике для финансового обеспечения перспективных проектов используют следующие источники финансирования:

- финансовые ресурсы частных компаний (корпораций);
- средства индивидуальных инвесторов (семейных хозяйств);
- денежные средства, поступающие с мирового рынка ценных бумаг;
- кредиты международных финансово-кредитных организаций (МВФ, Мирового банка, ЕБРР и др.);



Рис. 6.2. Источники финансирования долгосрочных инвестиций в корпорациях США

- кредиты международных экспортных агентств;
- кредиты национальных коммерческих банков;
- средства, мобилизуемые национальными инвестиционными банками, и др.

Очевидно, что ни один из названных источников не является единственно возможным и гарантированным для крупных вложений в экономику России. Для многих приоритетных проектов целесообразно привлечение комбинированных (смешанных) источников финансирования. Это связано с тем, что пока не сформирован развитой рынок корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций). Их доля в общем объеме долгосрочных инвестиций в основной капитал не превышает 1%.

Инвестиционный процесс ограничен главным образом простым воспроизводством основного капитала, однако и он предполагает отвлечение значительной части валового внутреннего продукта на цели накопления. Инвестиционные ресурсы исключаются из воспроизводственного процесса на весь период до ввода в действие производственных

Таблица 6.1. Структура валовых сбережений и накоплений в ВВП Российской Федерации, %[1]

Год	Удельный вес в ВВП		Из общего объема накоплений — инвестиции		Отношение сбережений к накоплениям	Пороговая величина накопления основного капитала
	сбережений	накоплений	в основной капитал	в оборотный капитал		
1990	31,0	30,1	28,7	1,4	103,0	25,0
1995	27,9	25,4	21,3	4,1	110,0	25,0
2000	35,9	18,6	15,6	3,0	193,0	25,0
2001	33,4	22,0	19,0	3,0	151,9	25,0
2002	30,7	20,2	17,9	2,3	152,0	25,0
2003	32,1	20,7	16,6	4,1	155,1	25,0
2004	33,7	21,2	16,5	4,7	159,0	25,0
2005	34,8	21,1	16,4	4,7	160,2	25,0

мощностей и объектов. В будущем вложенные средства возвращаются инвесторам (застройщикам) в процессе эксплуатации объектов строительства за счет выручки от продажи продукции (товаров, работ и услуг). Большая длительность инвестиционного цикла и высокая стоимость строящихся объектов требуют специальных ресурсов (материалов, оборудования и др.), экономический оборот которых опосредуют денежные средства. Ключевым источником всех инвестиций служат валовые сбережения, то есть часть располагаемого дохода, не использованного на конечное потребление товаров и услуг.

Уровень валовых сбережений и накоплений в экономике России приведен в табл. 6.1.

Из приведенных данных следует, что доля инвестиций в основной капитал в ВВП за последние 14 лет снизилась на 12,3% (28,7 – 16,4). Начиная с 1991 г. удельный вес инвестиций в ВВП был значительно меньше пороговой величины (25%).

---

[1] Источник данных: Экономист. – 2003. – № 2. – С. 45, 47; 2004. – № 5. – С. 39–40; 2005, № 10. – С. 5, 11; 2006. – № 10. – С. 44.

Разница между сбережениями и накоплениями составляет чистый экспорт. В 2005 г. она была равна 13,7% (34,8 – 21,1). Поэтому реальный инвестиционный потенциал России существенно выше, и понижается за счет чрезмерных величин чистого экспорта. Последний является следствием вывоза капитала в ресурсной (материально-вещественной) форме. Чистый экспорт выражает товарный кредит, выдаваемый Россией тем странам, куда отправляются ее материальные ресурсы, главным образом – сырьевые. Взамен формируют монетарные валютные резервы, размещаемые в бумажный (фиктивный) капитал, представленный преимущественно в облигациях индустриально развитых стран.

Образование денежных ресурсов, потенциально доступных для финансирования долгосрочных инвестиций, опосредовано системой распределительных отношений в народном хозяйстве России. Источники финансирования капитальных вложений тесно связаны с системой финансово-кредитных отношений, возникающих на микроуровне между участниками инвестиционного процесса – заказчиками (застройщиками), проектировщиками, подрядчиками, поставщиками материальных ресурсов для строительства, коммерческими банками, государством и иными субъектами хозяйствования (рис. 6.3).

Финансово-кредитный механизм регулирования инвестиционной деятельности предприятий включает три взаимосвязанных блока:

- финансовое обеспечение инвестиционного процесса;
- методы финансово-кредитного регулирования;
- способы воздействия на эффективность производства и инвестиций.

Искусственное исключение одного из блоков финансово-кредитного механизма отрицательно сказывается на текущей и инвестиционной деятельности предприятий (корпораций).

Состав источников финансирования капиталовложений отечественных предприятий многообразен и представлен на рис. 6.4.

Среди источников финансирования инвестиционных проектов обычно выделяют:

- собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы заказчиков (застройщиков);
- заемные средства в форме банковских кредитов, облигационных займов, финансового лизинга;

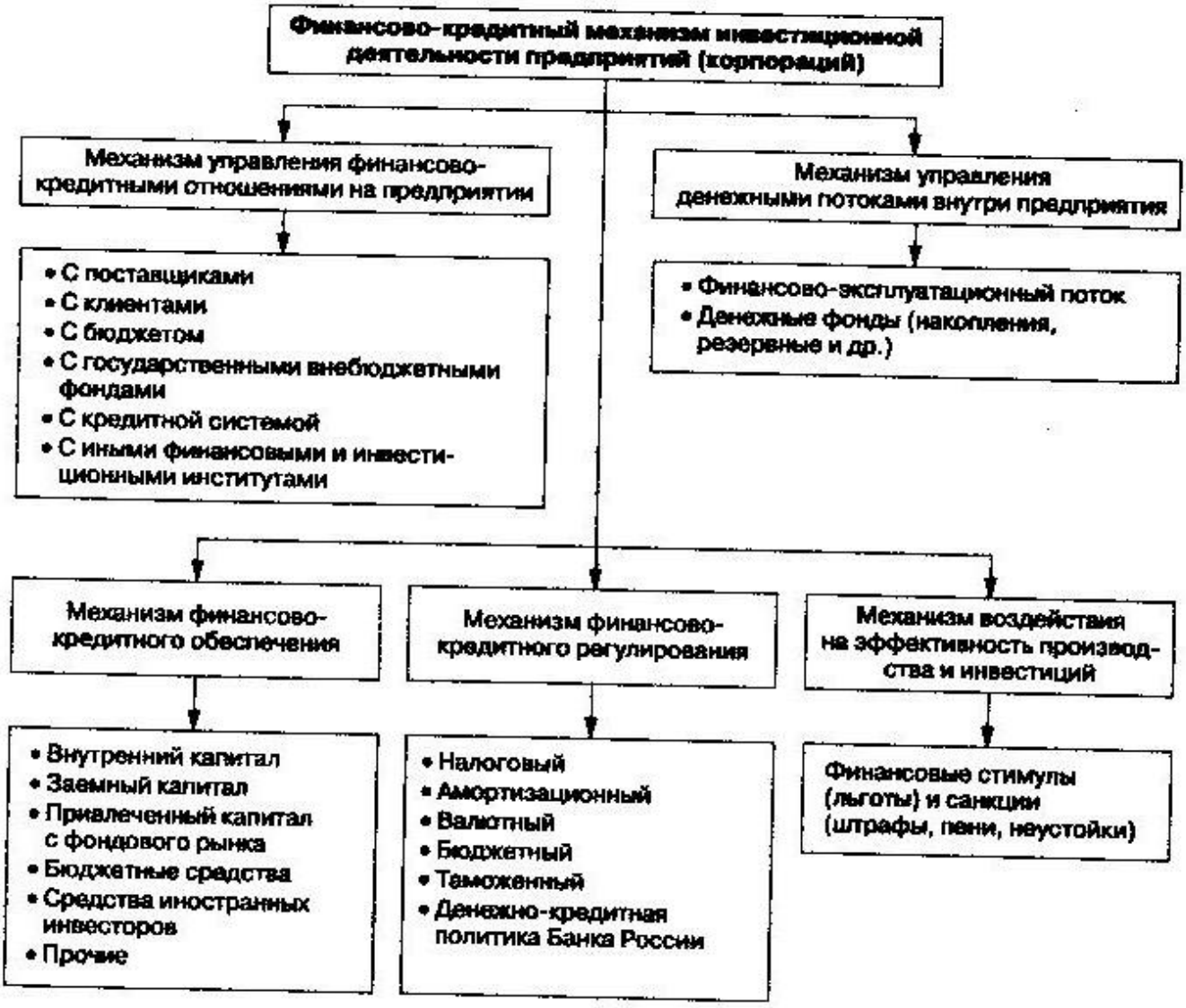

Рис. 6.3. Взаимосвязь между отдельными блоками финансово-кредитного механизма

- привлеченные средства, полученные от эмиссии акций, паевых и других взносов юридических и физических лиц в уставный (складочный) капитал; полученные дивиденды и проценты по финансовым вложениям и депозитам; на долевое участие в строительстве совместных объектов;
- средства бюджетов всех уровней, предоставляемые на безвозмездной и возмездной основах;
- средства государственных внебюджетных фондов;
- денежные ресурсы, мобилизуемые добровольными союзами (объединениями) предприятий и финансово-промышленными группами;



Рис. 6.4. Состав источников финансирования инвестиций в основной капитал предприятий и корпораций

- средства, предоставляемые иностранными инвесторами в форме кредитов, займов, взносов в уставные (складочные) капиталы российских предприятий;
- кредиты и займы, предоставляемые России международными финансово-кредитными организациями под гарантии Правительства Российской Федерации.

Структура источника финансирования капиталовложений в основной капитал отечественных предприятий приведена в табл. 6.2.

Из ее данных следует, что за последние десять лет соотношение между собственными и привлеченными источниками практически не изменилось. Однако стабильно снижается доля бюджетных ассигнований в общем объеме долгосрочных инвестиций. В составе собственных источников ведущее место занимают чистая прибыль и амортизационные отчисления.

После уплаты налогов и других обязательных платежей из прибыли в бюджетный фонд государства у предприятий остается чистая прибыль. Часть ее предприятие вправе направить на финансирование капитальных вложений производственного и социального

Таблица 6.2. Источники финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал на предприятиях РФ, %[1]

Наименование источников	Год						
	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Инвестиции в основной капитал всего	100	100	100	100	100	100	100
В том числе: 1. Собственные средства	49,0	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	47,7
из них: а) прибыль, оставляемая в распоряжении предприятия	20,9	23,4	24,0	19,1	17,8	19,2	22,4
б) амортизационные отчисления	22,6	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	22,1
2. Привлеченные средства	51,0	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	52,3
из них: средства консолидированного бюджета	21,8	22,0	20,4	19,9	19,6	17,9	20,1
В том числе: а) из федерального бюджета	10,1	6,0	5,8	6,1	6,7	5,3	6,7
б) из бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов	11,7	16,0	14,6	13,8	12,9	12,6	13,4

[1] По данным Федеральной службы государственной статистики за соответствующие годы.

назначения. Эту часть прибыли можно использовать на инвестиции в составе фонда накопления или иного аналогичного фонда, создаваемого на предприятии.

В бухгалтерском учете средства, направляемые на финансирование капитальных вложений (на прирост основного капитала), отражают на счете 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)». Сумму чистой прибыли отчетного года списывают заключительными оборотами декабря в кредит счета 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» в корреспонденции с дебетом счета 99 «Прибыли и убытки». Сумму чистого убытка отчетного года списывают заключительными оборотами декабря в дебет счета 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)» в корреспонденции с кредитом счета 99 «Прибыли и убытки». Аналитический учет по данному счету организуют таким образом, чтобы обеспечить формирование информации по направлениям использования средств. При этом в аналитическом учете средства нераспределенной прибыли, использованные в качестве финансового обеспечения капиталовложений и иных аналогичных мероприятий по приобретению и созданию нового имущества и еще не использованные на эти цели, можно разделить и отразить на соответствующих субсчетах. Датой отсчета использования нераспределенной прибыли на финансирование внеоборотных активов можно считать момент отражения расходов по дебету счетов 07 «Оборудование к установке» и 08 «Вложения во внеоборотные активы».

В последние годы доля чистой прибыли в источниках финансирования капитальных вложений у средних и крупных предприятий не увеличивается, что связано с убыточной работой многих из них (около 40% от общего количества). Часть чистой прибыли направляют на пополнение оборотного капитала в связи с дефицитом других источников финансирования. Чистую прибыль используют также на формирование резервного капитала и выплату дивидендов учредителям (участникам) акционерных обществ.

Вторым крупным и наиболее стабильным источником финансового обеспечения капитальных вложений являются амортизационные отчисления по основным средствам и нематериальным активам. В отличие от прибыли, данный источник не зависит от финансовых результатов деятельности коммерческих организаций. Амортизационные

отчисления призваны обеспечивать не только простое, но и расширенное воспроизводство основного капитала.

Любое предприятие вправе использовать амортизационные отчисления:

- на приобретение машин и оборудования вместо выбывающих;
- приобретение нематериальных активов;
- модернизацию и обновление выпускаемой продукции для повышения уровня ее конкурентоспособности;
- техническое перевооружение, реконструкцию и расширение действующего производства, а также на новое строительство.

Однако многие предприятия расходуют эти средства с расчетного счета не по целевому назначению, например на пополнение материально-производственных запасов.

Для более эффективного использования этих отчислений в качестве инвестиционного ресурса многие предприятия проводят соответствующую амортизационную политику, включающую следующие элементы:

- выбор форм воспроизводства основного капитала;
- применение линейного и нелинейных способов начисления амортизации по основным средствам и нематериальным активам;
- определение приоритетных направлений использования амортизационных отчислений;
- учет амортизационных отчислений при оценке эффективности инвестиционных проектов в составе чистых денежных поступлений (чистого денежного потока, генерируемого проектом);
- проведение систематической переоценки основных средств с учетом рыночной стоимости и изучение ее влияния на налогооблагаемую прибыль и величину налога на имущество;
- определение сроков полезного использования основных средств и нематериальных активов;
- оценка эффективности амортизационной политики для установления ее влияния на финансовые результаты, обновление основного капитала и другие параметры хозяйственной деятельности.

Таблица 6.3. Динамика обновления и выбытия основных средств (в сопоставимых ценах)[1]

Показатель	По данным на конец года, %					
	1995	2000	2001	2002	2003	2004
В экономике РФ						
Коэффициент обновления	1,6	1,4	1,5	1,7	1,9	2,0
Коэффициент выбытия	1,5	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Коэффициент износа	39,4	45,8	47,9	49,5	50,0	50,5
В промышленности						
Коэффициент обновления	1,3	1,0	1,5	1,5	1,7	1,7
Коэффициент выбытия	1,3	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1
Коэффициент износа	48,5	52,3	54,0	52,7	52,8	52,9

На эффективность амортизационной политики предприятий оказывают влияние следующие факторы.

Во-первых, в результате низких коэффициентов выбытия и обновления основного капитала в его массе сохраняется значительная доля физически изношенных элементов. Об этом свидетельствуют приводимые в табл. 6.3 данные.

Во-вторых, низкие темпы роста инвестиций в основной капитал приводят к слабому приросту элементов основного капитала, что замедляет формирование амортизационных отчислений.

В-третьих, предприятия, особенно инновационно активные, еще редко используют методы ускоренной амортизации. Они дают возможность инновационно активным предприятиям быстрее компенсировать бóльшую часть стоимости данного средства труда, чтобы получить финансовые ресурсы для приобретения нового оборудования при переходе к производству более конкурентоспособной продукции.

[1] Источник данных: Экономист. — 2005. — № 10. — С. 12; 2005. — № 11. — С. 15.

Амортизационные отчисления служат объектом плановых финансовых расчетов (например, при разработке капитального бюджета на предстоящий год или квартал). Для определения суммы этих отчислений можно пользоваться методом прямого счета или аналитическим методом. При использовании первого из них сумму амортизационных отчислений устанавливают путем умножения первоначальной (восстановительной) стоимости объектов основных средств на соответствующие нормы (в процентах) по каждому из них. Полученные результаты складывают и получают общую сумму по предприятию в целом.

При использовании аналитического метода вначале вычисляют среднюю стоимость амортизируемых основных средств на предстоящий год по формуле:

$$\bar{С}_{ОС} = С_{НП} + \frac{В \times К}{12} - \frac{В_1(12-К)}{12},$$

где $\bar{С}_{ОС}$ — средняя стоимость основных средств в расчетном периоде; $С_{НП}$ — первоначальная стоимость основных средств на начало расчетного (планируемого) периода; В — стоимость основных средств, вводимых в эксплуатацию в расчетном периоде; $В_t$ — стоимость основных средств, выбывающих из эксплуатации в расчетном периоде; $К$ — число полных месяцев функционирования вновь вводимых основных средств в расчетном периоде; $(12 - К)$ — число месяцев, остающихся до конца года после выбытия основных средств.

Среднюю стоимость основных средств, амортизируемых в планируемом году, умножают на среднюю фактическую норму амортизации:

$$А_П = \bar{С}_{ОС} \times \bar{Н}_Ф,$$

где $А_П$ — плановая сумма амортизационных отчислений на предстоящий год по предприятию в целом; $\bar{С}_{ОС}$ — средняя стоимость амортизируемых основных средств в расчетном периоде; $\bar{Н}_Ф$ — средняя фактическая норма амортизации за базовый год, доли единицы:

$$\bar{Н}_Ф = (А_6/С_6) \times 100,$$

где $А_6$ — сумма амортизационных отчислений в базовом году; $С_6$ — средняя стоимость амортизируемых основных средств в базовом году по предприятию в целом.

Определенную расчетным путем сумму амортизационных отчислений включают в капитальный (инвестиционный) бюджет на предстоящий год.

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

Амортизационные отчисления, с одной стороны, являются элементом текущих издержек и участвуют в формировании прибыли предприятия, а с другой — выступают налоговым вычетом, позволяющим исключить из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль определенную сумму его доходов.

Среди прочих собственных источников наиболее заметное место занимает мобилизация внутренних ресурсов (МВР) в строительстве, осуществляемом хозяйственным способом. Данный источник возникает в случае сокращения потребности стройки в оборотных активах (средствах). Часть своих финансовых ресурсов она расходует на приобретение оборудования, требующего монтажа, образование запасов строительных материалов и конструкций, для расходов будущих периодов и т.д. Меры по ускорению оборачиваемости оборотных средств приводят к высвобождению этих средств, которые можно направить на капиталовложения. В связи с уменьшением объема работ в предстоящем году стройка нуждается в снижении потребности в оборотных средствах, поскольку снижаются закупки оборудования и материалов, объемы дебиторской задолженности и пр. Прирост устойчивой кредиторской задолженности (перед поставщиками, персоналу по оплате труда, резервам предстоящих расходов) означает снижение потребности стройки в средствах для финансирования капитальных вложений. Наоборот, ее снижение означает увеличение потребности в оборотных средствах.

Прогнозный объем МВР (иммобилизации средств) в строительстве устанавливают по формуле:

$$\text{МВР (иммобилизация средств)} = (\text{ОА}_1 - \text{ОА}_2) - (\text{К}_1 - \text{К}_2),$$

где ОА_1 и ОА_2 — остатки оборотных активов (средств) стройки на начало и конец планируемого периода (года, квартала); К_1 и К_2 — остатки устойчивой кредиторской задолженности на начало и конец планируемого периода.

МВР в строительстве показывают в инвестиционном бюджете со знаком «плюс». Иммобилизацию средств — со знаком «минус», что увеличивает потребность стройки в дополнительном финансировании.

При дефиците собственных средств для финансирования капитальных вложений используют кредиты банков, а также средства, мобилизуемые на фондовом рынке. Государственные инвестиции финансируют за счет средств федерального бюджета.

Контрольные вопросы

1. Перечислите основные источники финансирования долгосрочных инвестиций за рубежом.
2. Назовите важнейшие источники финансирования капиталовложений в России.
3. Охарактеризуйте направления использования амортизационных отчислений.
4. Приведите методы прогнозирования амортизационных отчислений на предприятии.
5. Раскройте содержание амортизационной политики предприятия.
6. Приведите методику расчета МВР в строительстве, осуществляемом хозяйственным способом.
7. Из каких источников финансируют капиталовложения при дефиците собственных средств?

6.3. Состав капитальных расходов федерального и региональных бюджетов

Исходя из экономического содержания и назначения расходы бюджетов систематизируют на текущие и капитальные.

Капитальные расходы бюджетов призваны обеспечивать финансовыми ресурсами инвестиционную и инновационную деятельность субъектов хозяйствования в рамках выделяемых им бюджетных ассигнований на соответствующий финансовый год.

В состав капитальных расходов бюджетов включают ассигнования:

- на инвестиции в действующие или вновь создаваемые организации в соответствии с утвержденной инвестиционной программой;
- предоставление бюджетных кредитов юридическим лицам на инвестиционные цели;
- проведение капитального (восстановительного) ремонта и иные расходы, связанные с воспроизводством основных средств, когда создают или увеличивают имущество, находящееся в собственности Российской Федерации, субъектов РФ и муниципальных образований;
- иные расходы капитального характера в соответствии с экономической классификацией расходов бюджетов Российской Федерации.

Характерные особенности бюджетных инвестиций характеризуют следующие положения:

- возможность предоставления средств на безвозвратной основе для финансирования проектов, включенных в федеральную адресную программу;
- участие государственных финансовых органов в процедуре финансирования объектов, что гарантирует стабильное поступление денежных средств;
- преобладание социальных приоритетов и значимости объектов для экономики РФ в целом и отдельных субъектов федерации;
- строго целевой характер финансирования приоритетных инвестиционных проектов конкретными получателями бюджетных средств;
- финансовый контроль со стороны органов представительной и исполнительной власти за своевременностью и полнотой аккумуляции бюджетных ассигнований и эффективностью их использования;
- открытость и доступность информации о составлении и исполнении программы бюджетного финансирования инвестиционных проектов; публикация в открытой печати отчетов об их реализации.

В федеральном законе о бюджете на соответствующий год могут определяться обязательные для исполнения получателем бюджетных средств условия финансирования конкретных расходов, предусмотренных данным законодательным актом. Если получатель бюджетных средств не выполнил условия, предусмотренные законом о бюджете, министр финансов РФ, руководитель органа исполнительной власти субъекта РФ или органа местного самоуправления на любом этапе исполнения бюджета обязан осуществить блокировку расходов, связанных с выполнением определенных условий.

Блокировка расходов бюджета (включая и капитальный бюджет) означает сокращение лимитов бюджетных обязательств по сравнению с бюджетными ассигнованиями либо отказ в подтверждении принятых бюджетных обязательств. Такая ситуация возникает, когда бюджетные ассигнования в соответствии с законом о бюджете выделялись главному распорядителю бюджетных средств (субъекту РФ, муниципальному образованию и др.) при выполнении определенных условий, однако к моменту составления лимитов бюджетных обязательств либо подтверждения принятых бюджетных обязательств эти условия оказались не выполненными. Блокировку расходов бюджета осуществляют также при выявлении органами государственного финансового контроля фактов нецелевого использования бюджетных средств.

Подобную процедуру проводят по решению руководителя финансового органа на любом этапе исполнения бюджета. Руководитель финансового органа отменяет решение о блокировке расходов по ходатайству соответствующего главного распорядителя бюджетных средств или другого их получателя только после выполнения последним условий, несоблюдение которых повлекло блокировку расходов.

Бюджетным кодексом РФ и Федеральным законом от 25.02.1999 г. №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» определено, что бюджетное финансирование строек и объектов осуществляют двумя способами в порядке:

- безвозмездного предоставления средств стройкам и объектам для федеральных (государственных) нужд;
- размещения бюджетных средств для финансирования инвестиционных проектов на условиях возвратности и платности в форме бюджетных кредитов.

Таблица 6.5. Вариантный расчет структуры капитала инвестиционного проекта при различных значениях нормы доходности и коэффициента финансовой зависимости (КФЗ)

Показатель	Вариант расчета						
	I	II	III	IV	V	VI	VII
Исходные показатели							
1. Потребность в собственном капитале для реализации проекта, млн руб.	56,0	44,8	33,6	28,0	22,4	11,2	0
2. Объем привлекаемого заемного капитала, млн руб.	0	11,2	22,4	28,0	33,6	44,8	56,0
3. Общий объем капитала (стр. 1 + стр. 2), млн руб.	56,0	56,0	56,0	56,0	56,0	56,0	56,0
4. Коэффициент финансовой зависимости (ЗК/СК)	0	0,25	0,67	1,0	1,5	4,0	0
5. Экономическая рентабельность активов, сложившаяся у предприятия-инвестора проекта, %	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
6. Минимальная ставка процента за кредит, которая сложилась на кредитном рынке, %	–	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
7. Ставка процента за кредит с учетом премии за риск кредитора (банка), %	–	15,0	15,5	16,0	16,5	17,0	17,5
8. Требуемая проектная прибыль исходя из сложившейся нормы экономической рентабельности активов (стр. 3 × стр. 5/100), млн руб.	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
9. Сумма процентов за кредит (с учетом процентной ставки, включающей премию за риск) (стр. 2 × стр. 7/100), млн руб.	–	1,68	3,47	4,48	5,54	7,62	9,8

Таким образом, любое предприятие (проектоустроитель), исходя из своего отношения к риску в привлечении инвестиционных ресурсов, ориентируется на соответствующую норму прибыльности проекта.

В реальных экономических условиях предприятие, которое планирует реализовать проект, должно определить, какие затраты оно понесет, если привлечет средства из того или иного источника. Для этого можно воспользоваться моделью расчета средневзвешенной стоимости капитала (ССК). Все источники, имеющие стоимость привлечения выше, чем ССК, инвестор отвергает как неприемлемые.

Правило: $Ц_{п} < ССК$, где $Ц_{п}$ – цена привлечения конкретного инвестиционного ресурса, %; ССК – средневзвешенная стоимость капитала, привлеченного для реализации проекта, %:

$$ССК = \frac{\text{Цена собственных источников} \times \text{Общая сумма собственных источников}}{\text{Общая сумма источников средств для финансирования проекта}} + \frac{\text{Цена заемных источников} \times \text{Общая сумма заемных средств}}{\text{Общая сумма источников средств для финансирования проекта}}.$$

Необходимость определения средневзвешенной стоимости (цены) капитала, привлекаемого для реализации проекта, объясняется рядом причин:

1) различной структурой источников финансовых ресурсов (соотношением между собственным и заемным капиталом), привлекаемых для реализации проектов;
2) использованием различных способов финансирования инвестиционных проектов, которые предусматривают неодинаковые схемы погашения и обслуживания долга перед кредиторами;
3) применением сравнительного анализа цен привлечения капитала из различных источников, что требует выбора универсального показателя (ставки процента) для любой схемы финансового обеспечения проекта.

Для оптимизации источников формирования инвестиционных ресурсов можно использовать и другие параметры: коэффициенты финансовой зависимости (задолженности), рентабельности собственного капитала, доходности инвестированного капитала и др. Данный набор показателей применяют для оценки воздействия структуры

Кроме того, государство взяло на себя ряд сопровождающих процедур: осуществление экспертизы проектов; защиту российских предприятий от поставок морально устаревших, материалоемких и энергоемких технологий и оборудования; выпуск облигационных займов, в том числе гарантируемых целевых и др. Аналогичные подходы и формы финансирования капитальных вложений установлены для бюджетов субъектов Российской Федерации и местных бюджетов.

Контрольные вопросы

1. Назовите состав капитальных расходов бюджетов.
2. Сформулируйте характерные особенности бюджетных ассигнований, выделяемых на финансирование капитальных вложений.
3. В каких случаях осуществляют блокировку расходов бюджета?

6.4. Оптимизация источников формирования инвестиционных ресурсов

На практике используют различные методы выбора адекватного источника финансирования инвестиционного проекта. Применение этих методов на предприятии может зависеть от многих факторов. К ним, в частности, относят: характер деятельности предприятия (производство товаров или торговля); специфику его работы на конкретном сегменте рынка; масштаб и уровень сложности инвестиционного проекта; квалификацию специалистов; опыт работы с контрагентами и кредиторами и др.

При принятии решения о приемлемости того или иного источника финансирования проекта преследуют три основные цели:

1) максимизацию прибыли, генерируемой проектом;
2) минимизацию затрат на осуществление проекта и по привлечению определенного источника средств (или сочетания источников) на его финансирование;
3) снижение рисков, сопутствующих реализации конкретного проекта.

финансирования проекта; СК — собственный капитал, используемый для финансирования проекта.

Первая составляющая эффекта — налоговый корректор — показывает, в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли. Он не зависит от деятельности предприятия, так как ставку налога на прибыль утверждают в законодательном порядке.

Вторая составляющая эффекта — дифференциал — служит основным фактором, формирующим положительное значение эффекта финансового левериджа.

Условие: $Р_{ип} > \overline{СП}$.

Чем выше положительное значение дифференциала $\left(Р_{ип} > \overline{СП}\right)$, тем весомее, при прочих равных условиях, значение эффекта финансового левериджа. Отрицательная величина дифференциала $\left(Р_{ип} < \overline{СП}\right)$ приводит к снижению доходности собственного капитала, что делает его использование неэффективным.

Третья составляющая эффекта — коэффициент финансовой зависимости (ЗК/СК) — характеризует силу воздействия финансового левериджа. Коэффициент финансовой зависимости служит мультипликатором, который изменяет положительное или отрицательное значение дифференциала. При положительном значении последнего любой прирост коэффициента финансовой зависимости будет приводить к все большему приросту рентабельности собственного капитала. При отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансовой зависимости будет приводить к еще большему падению рентабельности собственного капитала.

Итак, при стабильном дифференциале коэффициент финансовой зависимости является определяющим фактором, влияющим на величину доходности собственного капитала, так как он генерирует финансовый риск. Аналогично при неизменной величине данного коэффициента положительное или отрицательное значение дифференциала генерирует как увеличение объема и уровня прибыли, приходящейся на собственный капитал, так и финансовый риск ее потери.

Последовательность расчета обобщающих показателей рентабельности, риска и структуры капитала инвестиционного проекта представлены в аналитической табл. 6.5.

источников средств на уровень эффективности (прибыльности) конкретного проекта.

Указанные показатели вычисляют по формулам:

$$К_{ФЗ} = \frac{ЗК}{СК};\ Р_{СК} = \frac{Пп}{СК};\ Р_{ИП} = \frac{Пп}{И},$$

где $К_{ФЗ}$ — коэффициент финансовой зависимости, доли единицы; ЗК — заемный капитал, привлекаемый для реализации проекта; СК — собственный капитал; $Р_{СК}$ — рентабельность собственного капитала, доли единицы (или %); Пп — проектная прибыль в денежном выражении; $Р_{ИП}$ — рентабельность инвестиционного проекта, доли единицы (или %); И — сумма инвестиций (капиталовложений) в данный проект (собственный капитал + долгосрочный заемный капитал).

Параметр чистой рентабельности собственного капитала ($ЧР_{СК}$), определенный с использованием показателя чистой прибыли, устанавливают по формуле:

$$ЧР_{СК} = \frac{\left(П_П - ЗК \times \overline{СП}\right) \times \left(1 - С_{НП}\right)}{СК},$$

где $ЧР_{СК}$ — чистая рентабельность собственного капитала, доли единицы (или %); $П_П$ — проектная прибыль; $\overline{СП}$ — средняя процентная ставка по заемным средствам, доли единицы (или %); ЗК — сумма заемного капитала; СК — сумма собственного капитала; $С_{НП}$ — ставка налога на прибыль, доли единицы; $(1 - С_{НП})$ — налоговый корректор, доли единицы.

Для определения степени воздействия структуры инвестиционных ресурсов на уровень эффективности кредита в качестве критерия их оптимизации можно использовать показатель эффекта финансового левериджа (рычага). Данный показатель вычисляют по формуле:

$$ЭФЛ = \left(1 - С_{НП}\right) \times \left(Р_{ИП} - \overline{СП}\right) \times \frac{ЗК}{СК},$$

где ЭФЛ — эффект финансового левериджа, %; $С_{НП}$ — ставка налога на прибыль, доли единицы; $Р_{ИП}$ — рентабельность (доходность) инвестиционного проекта, %; $\overline{СП}$ — средняя расчетная ставка процента за кредит, %; ЗК — заемный капитал, используемый для

Таблица 6.5. Окончание

Показатель	Вариант расчета						
	I	II	III	IV	V	VI	VII
10. Проектная прибыль без суммы процентов за кредит (стр. 8 – стр. 9), млн руб.	14,0	12,32	10,53	9,52	8,46	6,38	4,2
11. Ставка налога на прибыль, доли единицы	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
12. Сумма налога на прибыль (стр. 10 × стр. 11), млн руб.	3,36	2,96	2,53	2,28	2,03	1,53	1,0
13. Чистая проектная прибыль (стр. 10 – стр. 12), млн руб.	10,64	9,36	8,0	7,24	6,43	4,85	3,2
14. Чистая рентабельность собственного капитала (стр. 13/стр. 1 × 100), %	19,0	20,9	23,8	25,9	28,7	43,3	–
15. Прирост чистой рентабельности собственного капитала, %	–	1,9	2,9	2,1	2,8	14,6	–
Расчет аналитических показателей							
16. Налоговый корректор (1 – 0,24), коэфф.	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
17. Величина дифференциала (стр. 5 – стр. 7), %	–	10,0	9,5	9,0	8,5	8,0	7,5
18. Эффект финансового левериджа (стр. 16 × стр. 17 × стр. 4), %	–	1,9	4,8	6,9	9,7	24,3	–
19. Чистая рентабельность собственного капитала с учетом эффекта финансового левериджа (19,0 % + стр. 18), %	19,0	20,9	23,8	25,9	28,7	43,3	–
20. Параметр «доходность — финансовый риск» (стр. 14/стр. 18), коэфф.	–	11,0	5,0	3,8	3,0	1,8	–
21. Период окупаемости проекта, исходя из объема чистой прибыли (стр. 3/стр. 13), лет	5,3	6,0	7,0	7,7	8,7	11,5	17,5

Из приведенных аналитических показателей можно сделать следующие выводы:

1. чистая рентабельность собственного капитала достигла своего максимального значения (43,3%) при коэффициенте финансовой зависимости, равном четырем. При этом период окупаемости проекта наибольший (11,5 года);
2. при снижении коэффициента финансовой зависимости до 1,5 период окупаемости проекта снижается до 8,7 года и достигает своего минимального значения (5,3 года) при финансировании проекта за счет собственных средств, так как в этом случае отсутствуют расходы по обслуживанию долга перед кредиторами (банками);
3. параметр «доходность — финансовый риск» имеет наиболее благоприятное значение при коэффициенте финансовой зависимости 0,25 и после этого (по мере роста данного коэффициента) обнаруживает тенденцию к снижению (с 11,0 до 1,8);
4. рекомендуемое значение эффекта финансового левериджа 30—50% от экономической рентабельности активов предприятия (или 7,5—12,5%). По рассматриваемому проекту это минимальное значение может быть получено только при коэффициенте финансовой зависимости, равном 1,5, что увеличивает финансовый риск проекта.

При выборе оптимальной структуры инвестиционных ресурсов в данный проект необходимо принимать во внимание следующие обстоятельства. Собственники предприятия-застройщика, стремящиеся максимизировать доходность своих вложений за счет дополнительного привлечения заемных средств, должны быть готовы к существенному росту срока возврата инвестированного в проект капитала. В такой ситуации наглядно проявляется противоречие между стремлением собственников увеличить свой личный доход и необходимостью сохранения устойчивости и финансовой гибкости предприятия-проектоустроителя.

Контрольные вопросы

1. Какие цели преследует инвестор (застройщик) при выборе того или иного источника финансирования проекта?

2. Назовите параметры, влияющие на уровень доходности проекта.
3. В каком порядке устанавливают средневзвешенную стоимость капитала проекта?
4. Приведите методику расчета чистой рентабельности собственного капитала проекта.
5. Какие параметры характеризуют оптимальную структуру источников финансирования проекта?

6.5. Прямые иностранные инвестиции как источник финансирования капитальных вложений

Потребность в притоке иностранных инвестиций в экономику России обусловлена необходимостью обновления и совершенствования производственного потенциала, внедрения новых технологий, современного менеджмента и корпоративной культуры, стимулирования среднего и малого бизнеса, а также расширения налоговой базы бюджетной системы.

Правовую основу для привлечения иностранных инвестиций в РФ создает Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации». Согласно ст. 2 данного законодательного акта, «иностранная инвестиция — вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте в Российской Федерации в соответствии с федеральным законодательством, в том числе денег, ценных бумаг (в иностранной валюте и валюте Российской Федерации), иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальную собственность), а также услуг и информации».

В российском законодательстве под прямой иностранной инвестицией понимают:

- приобретение иностранным инвестором не менее 10 % доли (вклада) в уставном (складочном) капитале предприятия, созданного

или вновь образуемого на территории РФ в форме хозяйственного общества или товарищества;

- вложение капитала в основные фонды иностранного юридического лица, созданного на территории РФ;
- осуществление иностранным инвестором на территории России как арендодателем финансовой аренды (лизинга) оборудования таможенной стоимостью не менее 1,0 млн руб.

Реинвестирование — осуществление капитальных вложений в объекты предпринимательской деятельности на территории РФ за счет доходов и прибыли иностранного инвестора или предприятия с иностранными инвестициями, которые получены ими от зарубежных инвестиций.

Иностранные инвестиции систематизируют по следующим признакам:

1. по источникам происхождения — государственные и частные;
2. по срокам размещения: краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 10 лет); долгосрочные (свыше 10 лет);
3. по характеру использования — ссудные и предпринимательские;
4. по целям использования — прямые, портфельные и прочие.

Раскроем содержание каждого признака.

Государственные инвестиции (в международной практике их называют официальными) — это средства, которые направляют за рубеж или принимают из-за границы по решению правительств либо межправительственных организаций. К ним относят государственные займы, кредиты, гранты (дары), международное перемещение которых определяют межправительственными соглашениями. В их состав включают кредиты и иные денежные средства международных организаций (например, МВФ, Мирового банка, ЕБРР). В данном случае речь идет об отношениях между государствами, которые регулируют международными договорами и к которым применяют нормы международного права. Возможны и иные отношения, когда консорциум (группа) частных банков предоставляет кредиты зарубежному государству.

Под частными инвестициями подразумевают те из них, которые предоставляют частные компании одной страны хозяйствующим

субъектам другой страны. Процесс инвестирования настолько сложен и многообразен, что нередко отношения между государствами тесно связаны с отношениями между частными компаниями. Возможна и более сложная конструкция финансовых отношений, когда материальные отношения государства-должника по полученным кредитам (например, по выплате процентов) удовлетворяют за счет полной или частичной стоимости имущественных прав частного инвестора (например, на разработку собственных минеральных ресурсов). Представленный в законодательных актах и в международных договорах перечень видов (форм) иностранных инвестиций обычно является примерным, а не исчерпывающим, поскольку понятие инвестиций включает все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, которые иностранный инвестор вкладывает на территории принимающей страны. В этот перечень входят: движимое и недвижимое имущество и соответствующие имущественные права, включая право залога, денежные средства, ценные бумаги и др.

По срокам размещения иностранные инвестиции делятся на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. К последним относят капиталовложения со сроком свыше десяти лет (например, вложения капитала в форме прямых и портфельных инвестиций, а также заемные средства в виде государственных и частных кредитов).

По характеру использования зарубежные капиталовложения бывают ссудные и предпринимательские. Ссудные инвестиции выражают предоставление средств взаймы ради получения прибыли в форме процента. В данной сфере активно используют государственные средства и вложения частных компаний. Предпринимательские инвестиции прямо или косвенно вкладывают в производство для получения того или иного объема прав на часть прибыли компании в форме дивиденда. Непосредственно в производство вкладывают капитал частные компании.

По целям предпринимательские инвестиции классифицируют на прямые и портфельные. Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) — главная форма частного предпринимательского капитала, обеспечивающая установление действенного контроля и дающая право непосредственного распоряжения заграничной компанией. По экономической природе ПИИ — источник инвестиции, а не сами реальные вложения. С позиции предприятия-реципиента (получателя средств)

они служат источником денежных ресурсов, но не их конкретным использованием. Более того, данный источник не однозначен, что вытекает из известного балансового уравнения:

активы = собственный капитал + обязательства.

Капиталовложения, которые строго соответствуют экономическому пониманию реальных инвестиций, выражают использование средств на обновление и модернизацию основного капитала. Следовательно, поток ПИИ не обязательно соответствует капиталовложениям, осуществляемым зарубежными компаниями в России. Поток ПИИ служит выражением международной экспансии транснациональных корпораций (ТНК) для достижения доминирующего положения на зарубежных рынках товаров и капитала. В результате ПИИ у зарубежного инвестора происходит прирост относящейся к нему доли стоимости собственного капитала (оплаченной части акционерного капитала и нераспределенной прибыли) за счет предприятия-реципиента при наличии контроля иностранного инвестора над данным предприятием.

Прямые иностранные инвестиции подразделяют на две группы:

1) трансконтинентальные капиталовложения, обусловленные возможно лучшими условиями рынка, когда имеется возможность поставить товары с нового имущественного комплекса на рынок данной страны (континента). Издержки на производство изделий не играют определяющей роли, главное — присутствие товара компании на рынке. Издержки производства служат решающим фактором для выбора страны данного континента, в которой предполагают создать новые производственные мощности;
2) транснациональные инвестиции — прямые вложения капитала (часто в соседней стране) с целью минимизации издержек по сравнению с материнской компанией.

Характерные черты прямых инвестиций:

- при прямых зарубежных инвестициях инвесторы лишаются возможности быстрого ухода с рынка;
- большая сумма вложений капитала и высокий уровень предпринимательского риска, часто превышающий эти параметры при портфельных инвестициях;

- более длительный срок капиталовложений, что предпочтительнее для страны-импортера иностранного капитала.

Прямые иностранные инвестиции направляют в принимающие страны путем:

- создания новых предприятий;
- покупки или поглощения существующих компаний;
- формирования свободных экономических зон (СЭЗ), направленного на активное привлечение зарубежных инвесторов в определенные регионы страны;
- привлечения иностранного капитала на основе концессии или соглашений о разделе продукции;
- создания предприятий с иностранным участием, в том числе за счет продажи зарубежным инвесторам акций отечественных акционерных компаний.

При портфельном инвестировании не обязательно создание новых мощностей, как и контроль за их использованием. Иностранный инвестор в данном случае в управлении реальными активами полагается на менеджмент действующих предприятий. Как правило, он покупает существующие ценные бумаги (акции), приобретая права на будущий доход (в форме дивидендов). В большинстве случаев такие инвестиции осуществляют на рынке свободно обращающихся акций (на фондовой бирже).

Основные способы портфельного инвестирования следующие:

- приобретение ценных бумаг на рынке других стран;
- покупка ценных бумаг иностранных компаний в своей стране;
- вложение денежных средств в международные (паевые) инвестиционные фонды.

Привлечение иностранных портфельных инвестиций является для российской экономики довольно важной проблемой. С помощью средств зарубежных портфельных инвесторов можно решить следующие экономические задачи:

- пополнение собственного капитала российских предприятий путем размещения их акций среди зарубежных портфельных инвесторов;

- мобилизация заемных средств отечественными предприятиями для реализации инвестиционных проектов путем размещения среди портфельных инвесторов долговых ценных бумаг (облигаций) российских эмитентов;
- пополнение федерального бюджета и бюджетов субъектов РФ путем размещения среди зарубежных инвесторов облигаций, эмитированных органами исполнительной власти;
- эффективная реструктуризация внешнего долга РФ посредством его конвертации в государственные облигации с последующим их размещением среди иностранных инвесторов.

Повышение роли портфельных инвестиций в последние годы связано также с возможностью проведения спекулятивных финансовых операций с ценными бумагами (акциями) вследствие интернационализации деятельности фондовых бирж, расширения операций банков с ценными бумагами пенсионных фондов и других сберегательных учреждений.

В прочие инвестиции входят международные займы и банковские депозиты. В основу этих инвестиций положен личный или групповой интерес соответствующих финансово-промышленных кругов.

Правовые нормы, регулирующие весь комплекс проблем, возникающих в процессе привлечения и использования иностранных инвестиций, не могут быть включены в какую-либо одну отрасль права.

Все законодательство, регулирующее зарубежные инвестиции, можно систематизировать так:

1) специальное;
2) общегражданское;
3) нормы международных договоров.

К специальному законодательству относят прежде всего Федеральный закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» и многочисленные сопутствующие нормативные акты, изменяющие и дополняющие данный закон, а также постановления Правительства РФ по регулированию зарубежных инвестиций.

Гражданское законодательство опосредует взаимоотношения предприятий с иностранным участием и их многочисленных контрагентов. В этом случае имеются в виду различного рода сделки, договоры,

вещные права, отношения представительства и исковой давности — эти проблемы регулируют Гражданским кодексом РФ. Следовательно, общегражданское законодательство применяют в том случае, когда регулирование деятельности иностранного инвестора с помощью специального законодательства невозможно вследствие его узкой направленности.

Нормы международных договоров являются частью правовой системы страны. Особое значение международный договор приобретает в регулировании международных экономических отношений. Действие данной нормы направлено главным образом на отношения, связанные с принятием и использованием зарубежных инвестиций.

Сюда относят прежде всего:

1) международные двусторонние соглашения о поощрении и взаимной защите инвестиций. Их рассматривают как дополнительные гарантии к нормам, содержащимся в национальном законодательстве. Страны — экспортеры капитала и их инвесторы полагают, что задача защиты иностранных инвестиций наиболее эффективно решается путем заключения двусторонних соглашений о поощрении и взаимной защите инвестиций;
2) международные двусторонние соглашения об избежании двойного налогообложения обычно определяют доход (прибыль) и имущество, которое облагают налогом без каких-либо ограничений в стране — источнике доходов. Этими соглашениям определяют, какие доходы (прибыль) и имущество могут облагаться налогом в стране — источнике доходов или полностью освобождаться от налогообложения;
3) многосторонние конвенции имеют важное значение для регулирования отношений, связанных с иностранными инвестициями, в частности для разрешения споров между странами-донорами и реципиентами.

Появлению многосторонней системы гарантий инвестиций предшествовало создание и развитие государственных систем страхования экспорта капитала в промышленно развитых странах.

Одним из условий, оказывающих существенное влияние на принятие иностранным инвестором решения об инвестировании, является предоставление принимающей страной гарантий защиты и безопасности

капиталовложений инвестора. Государство-импортер обязуется обеспечить сохранность иностранной собственности и гарантировать защиту прав и интересов иностранных инвесторов на своей территории. Таким образом, в условиях жесткой конкуренции государства стремятся создать более либеральные режимы регулирования деятельности иностранных инвесторов.

В Российской Федерации, как и во многих странах, действует принцип защиты зарубежных инвестиций. Так, в ст. 4 Федерального закона «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» определено, что «правовой режим деятельности иностранных инвесторов и использования полученной от инвестиций прибыли не может быть менее благоприятным, чем правовой режим деятельности и использования полученной от инвестиций прибыли, предоставленный российским инвесторам, за изъятиями, установленными федеральными законами». Иными словами, иностранные инвесторы на начальном этапе хозяйственной деятельности вправе выбирать любую организационно-правовую форму бизнеса, получать доступ к местным материальным, трудовым и финансовым ресурсам, пользоваться льготами на тех же условиях, что и отечественные предприятия.

Для иностранных инвесторов могут быть установлены изъятия ограничительного характера — в той мере, в какой это необходимо для защиты национального суверенитета России. Изъятия стимулирующего характера в форме льгот для зарубежных инвесторов могут быть установлены в интересах социально-экономического развития РФ. Виды льгот и порядок их предоставления определяет законодательство Российской Федерации.

В двусторонних соглашениях о защите инвестиций, подписанных Россией, кроме национального режима зарубежному инвестору предоставляют режим наибольшего благоприятствования, в силу которого принимающее государство создает для инвестора страны-партнера условия деятельности, равные тем, в которых действуют инвесторы любого третьего государства. Данный режим базируется на принципе недискриминации капитальных вложений иностранного инвестора в принимающей стране.

Следует отметить, что многие из заключаемых сейчас соглашений предусматривают предоставление иностранным инвесторам «смешанного режима», что связано главным образом с относительно

неблагоприятным инвестиционным климатом в России. Подобный режим предполагает, что в каждом случае зарубежный инвестор вправе выбрать, какой из двух режимов (национальный или наибольшего благоприятствования) ему больше подходит.

Очевиден тот факт, что объем привлекаемых иностранных инвестиций, их структура и динамика зависят прежде всего от инвестиционного климата, сложившегося в данной стране. Неблагоприятный климат повышает риск капиталовложений и приводит к оттоку капитала из страны-импортера. Иностранный инвестор, обладая правом выбора стран-импортеров капитала, выбирает наиболее благоприятные условия, оценивает их стабильность и постоянство.

Сложившаяся отраслевая структура зарубежных инвестиций свидетельствует о том, какие категории иностранных инвесторов готовы вкладывать средства в экономику России, невзирая на высокий уровень делового риска.

Иностранные инвесторы мало средств вкладывают в фондоемкие отрасли, находящиеся в наиболее сложном экономическом положении. Помимо общих рисков их сдерживают низкая рентабельность и необходимость осуществления долгосрочных инвестиционных программ по реконструкции и техническому перевооружению многих средних и крупных промышленных предприятий России, а также высокая конкуренция со стороны товаропроизводителей из стран со стабильной экономикой.

Следовательно, неравномерное отраслевое и региональное распределение прямых иностранных инвестиций с их незначительным для отечественной экономики объемом (в среднем 15–20% от всех капиталовложений) свидетельствует, что зарубежный капитал не оказывает значительного воздействия на развитие национального хозяйства. Он выполняет роль ускорителя роста в нескольких сырьевых отраслях производства, ориентированных на зарубежные рынки сбыта.

С учетом мирового опыта и специфики России можно сформулировать приоритетные задачи, связанные с привлечением иностранного капитала:

- подъем отраслей и секторов экономики, наиболее важных для жизнеобеспечения страны;
- ускорение структурной перестройки, развитие новых, технически передовых отраслей и производств;

- стимулирование эффективно действующих хозяйственных единиц;
- формирование конкурентной рыночной среды, преодоление монополизма и создание ликвидной хозяйственной системы без многочисленных посредников;
- разработка действенного механизма разграничения собственности между хозяйствующими субъектами, а также между федеральными, региональными и местными органами исполнительной власти;
- создание стабильного бюджетного, налогового и внешнеторгового законодательства, включая нормативную базу по концессиям и разделу продукции;
- разработка эффективных методов страхования иностранных инвестиций.

Основная цель современного периода экономического развития РФ заключается в создании условий, обеспечивающих устойчивый рост ВВП в 2007–2015 гг. не ниже 6–8% ежегодно.

Для достижения этой цели необходимо формирование экономики, обладающей потенциалом динамического роста, способной обеспечить последовательное улучшение качества жизни населения, эффективное воспроизводство основного капитала и модернизацию всего производственного аппарата, повышение конкурентоспособности продукции и безопасности страны.

Контрольные вопросы

1. Раскройте содержание понятия «иностранные инвестиции».
2. Назовите формы вложения иностранного капитала в экономику России.
3. Приведите классификацию иностранных инвестиций по определяющим признакам.
4. В чем вы видите различия между ссудными и предпринимательскими капиталовложениями?
5. Раскройте экономическую природу прямых иностранных инвестиций.

6. Сформулируйте характерные черты прямых иностранных инвестиций.
7. Назовите отличительные признаки иностранных портфельных инвестиций.
8. Расскажите о систематизации законодательства, регулирующего зарубежные инвестиции в конкретной стране.
9. Перечислите режимы, устанавливающие гарантии иностранным инвесторам в России.
10. Раскройте содержание задач, связанных с привлечением иностранного капитала в экономику Российской Федерации.

Глава 7
Организация проектирования и подрядных отношений в строительстве

После изучения материалов данной главы вы сможете:

- изучить роль капитального строительства в реализации капитальных вложений;
- познакомиться с составом и формами проектно-сметной документации, используемой в строительстве;
- рассмотреть технологию определения стоимости строительной продукции;
- иметь четкое представление о формировании договорных цен в строительстве;
- охарактеризовать систему договорных отношений в строительстве;
- получить представление о состоянии подрядного рынка в современной России.

7.1. Роль капитального строительства в реализации капитальных вложений

В экономической литературе термин «строительство» выражает два различных понятия. Первое характеризует деятельность специалистов-строителей по возведению зданий, сооружений и других объектов посредством выполнения строительно-монтажных работ, имея в виду отрасль народного хозяйства. Второе понятие характеризует строительство как вид хозяйственной деятельности по

реализации капитальных вложений, то есть сферу, в которой создают основные средства для всех отраслей народного хозяйства.

Необходимость провести четкую грань между указанными понятиями становится особенно актуальной, если учесть, что процесс строительного производства не всегда осуществляют для реализации капитальных вложений. В то же время не все капитальные затраты, выделяемые на расширение строительного производства, приводят к росту основных средств. Например, строительные работы, связанные с текущим ремонтом, пусконаладочные, буровзрывные, теплоизоляционные работы, проводимые в строительстве, не приводят к созданию новых или расширению действующих средств труда.

В одних случаях строительную индустрию (как совокупность входящих в ее состав подрядных организаций) рассматривают как часть отрасли строительства, а в других — как самостоятельную отрасль национального хозяйства. Следовательно, в теоретическом и практическом аспектах нет четкой трактовки термина «строительство», поскольку в данное понятие не может быть вложено все многообразие экономических отношений, возникающих в капитальном строительстве.

Капитальное строительство в целом правомерно рассматривать как особую сферу общественного производства, где сконцентрированы интересы многих участников, исходя из размеров и назначения подлежащих изготовлению продуктов (производственных зданий, жилых домов и сооружений).

Из сказанного можно сделать вывод о том, что следует различать три понятия:

1) строительство как процесс производства строительно-монтажных работ (строительное производство);
2) строительство как отрасль народного хозяйства, представленная совокупностью строительных компаний различных форм собственности;
3) строительство как вид деятельности по реализации капитальных вложений — сфера капитального строительства.

Данная сфера включает: подрядные организации; инвесторов-застройщиков; проектно-изыскательские и буровые организации; поставщиков строительных материалов и оборудования; домашние хозяйства по индивидуальному жилищному строительству и др.

Рост объема готовой продукции, создаваемой в сфере капитального строительства, служит базой для неуклонного расширения национального богатства государства, которое воплощает в себе накопленные результаты производства.

Роль и место любой отрасли народного хозяйства в системе общественного воспроизводства характеризуют ее готовой продукцией. Среди российских ученых-экономистов нет единства взглядов на содержание готовой продукции строительства. Между тем, этот вопрос имеет не столько теоретическое, сколько практическое значение, так как от правильного его решения зависят планирование и оценка деятельности строительных компаний, порядок формирования их оборотного капитала, финансовых результатов и расчетов с заказчиками за продукцию отрасли.

Конечным результатом деятельности специалистов в сфере капитального строительства служит продукция, которая после ввода ее в действие принимает форму основных фондов различных отраслей национального хозяйства и учитывается на балансе заказчиков (застройщиков). Строительная продукция имеет специфический характер, то есть она недвижима, неделима, крупногабаритна, капиталоемка, индивидуальна, требует длительного срока изготовления, что оказывает существенное влияние на организацию экономических отношений в данной сфере. Следует отметить, что в строительстве (в отличие от промышленности) перемещается не продукт труда, а сам процесс производства с одного объекта на другой, что увеличивает издержки подрядных организаций на эксплуатацию строительных машин и механизмов.

Реализация капитальных вложений в сфере капитального строительства предполагает обязательное соблюдение следующих принципов:

- концентрации усилий;
- сбалансированности рисков;
- сотрудничества между партнерами (стратегия коалиции).

Концентрация усилий — наиболее важный принцип стратегического планирования в сфере капитального строительства. В практике реального инвестирования это означает, что заранее создают портфель проектов, чтобы определить пути вероятного коммерческого

успеха предприятия. При отборе проектов, подлежащих реализации, особое внимание концентрируют на приоритетных сегментах товарного рынка. Успешная инвестиционная стратегия характеризуется четким соответствием целей и средств их достижения. Если цели нереальны, то инвестиционные ресурсы предприятия могут иссякнуть раньше, чем эти цели будут достигнуты. Однако если цели малозначимы, то потенциал предприятия не будет реализован, и в результате попытки достичь конкурентного преимущества на товарном рынке окончатся неудачей.

Сбалансированность рисков означает, что нельзя концентрировать все ресурсы на единственной стратегии инвестирования. Разработка технико-экономического обоснования проекта требует уравновешивания проектных рисков, включая и те из них, которые связаны с рынком, снабжением, технологией производства, экологической безопасностью.

Развивая сотрудничество с партнерами, каждый участник проекта может извлечь определенные выгоды. Существуют различные формы сотрудничества: от общих соглашений до партнерства; создания совместных предприятий и холдингов; слияния и поглощения компаний. В технико-экономическом обосновании проекта должны быть изучены возможности и потенциальные преимущества такого сотрудничества в части ускорения и удешевления стоимости строительства предприятия или объекта.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте содержание сферы капитального строительства.
2. Раскройте характер понятия «строительная продукция» и ее отличительные особенности.
3. Назовите основные принципы реализации капитальных вложений в сфере капитального строительства.

7.2. Состав и формы проектно-сметной документации

В России функционирует множество проектно-изыскательских организаций. В бывшем СССР они формировались в рамках отрас-

левых министерств и ведомств, поэтому основные виды их деятельности до настоящего времени имеют отраслевую направленность. В рамках отраслевых министерств создавались комплексные технологические институты. Например, «ГИПРОМЕЗ» занимался проектированием металлургических заводов. Подобные институты ориентированы на проектирование отраслевых промышленных предприятий с разработкой всего комплекса проектно-сметной документации. В рамках Государственного комитета по делам строительства (Госстроя) были созданы институты типа «Промстройпроект», «Сантехпроект», «Водоканалпроект» и другие, которые занимались проектированием строительной части проектов крупных промышленных предприятий (архитектурно-строительная часть, отопление и вентиляция, водоснабжение и канализация и пр.). Эти институты работали на субподрядных началах и по заказам отраслевых технологических институтов. Подобная специализация позволяла снизить сроки проектирования (за счет распределения объема проектных работ среди нескольких исполнителей) и повысить их качество.

В крупных городах (Москве, Санкт-Петербурге, Екатеринбурге, Нижнем Новгороде, Новосибирске и др.) созданы территориальные проектные институты для проектирования жилых и общественных зданий, объектов городской инфраструктуры. Они работают по заказам как федеральных, так и региональных органов исполнительной власти.

Схема процесса проектирования зависит от типа объекта, числа стадий и степени детализации описания этого объекта.

На практике проектирование можно осуществлять в одну или в две стадии. Как правило, проекты крупных промышленных зданий и сооружений, объектов производственной инфраструктуры, жилых и общественных зданий составляют в две стадии (проект и рабочая документация).

В одну стадию (рабочий проект) разрабатывают проекты индивидуальных жилых домов и общественных зданий при условии, что это технически несложные объекты, а также проекты типовых зданий.

Проект при двухстадийном проектировании предназначен для изучения и оценки архитектурно-планировочного решения (планы, фасады, объемы), принятого инженерного оборудования, решения вопросов организации строительства, сметной стоимости и ключевых

технико-экономических показателей (например, площадь застройки, жилая площадь, подсобная площадь, общая площадь как сумма жилой и подсобной площади, строительный объем надземной части здания).

Проект гражданских зданий включает:

1) Архитектурно-строительные чертежи (включая инженерное оборудование и организацию строительства);
2) Сметы и технико-экономические показатели.

Утвержденный проект служит исходной базой для составления рабочей документации. Ее формируют для осуществления всех видов строительно-монтажных работ по запроектированному зданию или сооружению. Эта документация включает следующие комплекты рабочих чертежей объекта:

- архитектурные решения;
- железобетонные, металлические и деревянные конструкции;
- архитектурно-строительные решения;
- интерьеры;
- внутренний водопровод и канализация;
- отопление, вентиляция и очистка воздуха;
- наружные сети водоснабжения и канализации;
- тепловые сети;
- газо- и электроснабжение;
- генеральный план, транспорт и иные рабочие чертежи.

По данным рабочих чертежей составляют локальные и сводные ведомости потребности в материальных ресурсах, а также локальные и объектные сметы, входящие в состав рабочей документации.

Рабочий проект составляют на основе задания на проектирование. Данный проект совмещают с рабочей документацией. Существует также предпроектная стадия — составление технико-экономического обоснования строительства (ТЭО) или технико-экономического расчета стоимости строительства (ТЭР). По этим параметрам определяют экономическую целесообразность проектирования и строительства объектов. На предпроектной стадии осуществляют также топографические и геологические изыскания на строительной площадке.

Проект при двухстадийном проектировании необходим для анализа и оценки архитектурно-планировочного решения (объемы, фасады, планы), предусматриваемого инженерного оборудования, рассмотрения вопросов организации строительства, сметной стоимости и ключевых технико-экономических показателей для установления возможности и целесообразности сооружения объекта.

В состав сметной документации могут входить:

- локальные сметы (сметные расчеты) на отдельные виды работ, которые необходимо выполнить по данному объекту;
- объектные сметы (сметные расчеты) на объект в целом, где объединены данные из локальных смет;
- сметные расчеты на отдельные виды затрат;
- сводные сметные расчеты;
- сводки затрат.

Локальные сметы на отдельные виды строительных и монтажных работ, а также на стоимость оборудования составляют исходя из следующих данных:

- параметров зданий и сооружений, их частей и конструктивных элементов, принятых в проектных решениях;
- объемов работ, приводимых в ведомостях строительно-монтажных работ;
- номенклатуры и количества оборудования, принятых в заказных спецификациях, ведомостях и других проектных материалах;
- действующих сметных нормативов и показателей на виды работ, конструктивные элементы, а также рыночных и регулируемых цен и тарифов на продукцию производственно-технического назначения и услуги.

Локальные сметы разрабатывают на:

- здания и сооружения, строительные и внутренние сантехнические работы, электроосвещение, электросиловые установки, приобретение и монтаж технологического и других видов оборудования, а также контрольно-измерительных приборов;
- общеплощадочные работы, вертикальную планировку, устройство инженерных сетей, благоустройство территории и др.

При проектировании сложных зданий и сооружений, разработке технической документации несколькими проектными организациями, а также при формировании сметной стоимости пусковых комплексов допускают составление на один и тот же вид работ двух и более локальных сметных расчетов (смет).

В локальных сметах осуществляют группировку данных в разделы по отдельным конструктивным элементам здания (сооружения), видам работ и устройств. Порядок группировки должен соответствовать технологической последовательности работ и учитывать специфику отдельных видов строительства. Локальная смета может содержать отдельные разделы по строительным и внутренним сантехническим работам, установке оборудования и т. д.

Стоимость, определяемая локальными сметами, включает в себя прямые затраты, накладные расходы и сметную прибыль. Прямые затраты учитывают стоимость оплаты труда рабочих, материалов, изделий, конструкций и эксплуатации строительных машин.

Накладные расходы включают затраты подрядных организаций, связанные с созданием общих условий производства, его обслуживанием, организацией и управлением.

Сметная прибыль — сумма средств, необходимых для возмещения отдельных расходов подрядчиков на развитие производства, социальной сферы и материальное стимулирование. Она выступает как нормативная часть стоимости строительной продукции и не относится на себестоимость работ.

Объектные сметы (расчеты) разрабатывают на объект в целом, исходя из показателей локальных смет с группировкой работ и затрат по соответствующим графам: сметная стоимость строительных и монтажных работ, оборудования и прочих работ с последующим добавлением лимитированных и прочих затрат.

Сметы составляют в едином уровне цен, в базисном или в текущем (прогнозном) вариантах.

На основе объективных смет осуществляют расчеты за выполненные работы между заказчиком и подрядчиком.

При размещении в жилых домах встроенных или пристроенных предприятий торговли, общественного питания и коммунально-бытового обслуживания объектные сметы следует составлять отдельно для жилых зданий и названных предприятий. Возможно также

составление одной общей объектной сметы, но с выделением за ее итогом стоимости жилой части здания и встроенных или пристроенных помещений.

Сметные расчеты на отдельные виды затрат необходимы для тех случаев, когда нужно установить по стройке в целом сумму средств, требующихся для покрытия расходов, не учтенных сметными нормативами. Подобные расчеты составляют в том же порядке и по той же форме, что и локальные сметы.

Сводный сметный расчет стоимости строительства предназначен для определения сметного лимита средств, необходимых для полного завершения строительства всех объектов, предусмотренных проектом. Его используют также для планирования капитальных вложений и открытия финансирования строительства в соответствующем банке. В сводный сметный расчет со ссылкой на номер документа включают отдельными строками итоги по всем объектовым сметам на отдельные виды работ и затрат. Его разрабатывают в текущих ценах.

В сводных сметных расчетах стоимости производственного и жилищно-гражданского строительства объемы работ распределяют по следующим главам.

1. «Подготовка территории строительства».
2. «Основные объекты строительства».
3. «Объекты подсобного и обслуживающего назначения».
4. «Объекты энергетического хозяйства».
5. «Объекты транспортного хозяйства и связи».
6. «Наружные сети и сооружения водоснабжения, канализации, теплоснабжения и газоснабжения».
7. «Благоустройство и озеленение территории».
8. «Временные здания и сооружения».
9. «Прочие работы и затраты».
10. «Содержание дирекции (технического надзора) строящегося предприятия».
11. «Подготовка эксплуатационных кадров».
12. «Проектно-изыскательские работы, авторский надзор».

Распределение объектов, работ и затрат внутри глав осуществляют исходя из сложившейся для соответствующей отрасли народного хозяйства номенклатуры сводного сметного расчета стоимости строительства. При наличии нескольких видов законченных производств или комплексов, каждый из которых состоит из нескольких объектов, внутри главы могут быть выделены разделы, наименование которых должно соответствовать названию производств (комплексов).

Сводный сметный расчет разрабатывают на строительство в целом независимо от числа подрядчиков, принимающих в нем участие. Сметную стоимость работ и затрат, подлежащих выполнению каждым генподрядчиком, оформляют в отдельную ведомость, составляемую по форме сводного сметного расчета.

К сводному сметному расчету, предоставляемому на утверждение в составе проекта, прилагают пояснительную записку, раскрывающую его основные параметры.

За итогом сводного сметного расчета указывают возвратные суммы, учитывающие стоимость:

- материальных ценностей, получаемых от разборки временных зданий и сооружений, в размере, устанавливаемом по расчету;
- материалов и деталей, получаемых от разборки конструкций, переноса зданий и сооружений, в размере, определяемом по расчету;
- мебели, оборудования и инвентаря, приобретенных для меблировки жилых и служебных помещений для иностранных специалистов, осуществляющих шеф-монтаж оборудования;
- материалов, получаемых в порядке попутной добычи.

Возвратные суммы, приводимые за итогом сводного сметного расчета, берут из итогов возвратных сумм, показанных справочно в объектных и локальных сметных расчетах (сметах).

Сводка затрат — это сметный документ, характеризующий стоимость строительства в случаях, когда за счет средств на возведение производственных объектов разрабатывают проектно-сметную документацию на объекты жилищно-гражданского назначения, базы строительной индустрии, объекты социальной сферы, объекты бытового обслуживания населения. Например, сводку затрат можно составлять при строительстве крупных предприятий в отдаленных и неосвоенных

районах, где отсутствует база стройиндустрии, а также при освоении новых нефтегазовых месторождений в районах Крайнего Севера, Сибири и Дальнего Востока.

Градостроительная документация для обоснования инвестиций и проекты на строительство, реконструкцию, расширение и техническое перевооружение действующих предприятий в России независимо от источников финансирования и форм собственности до их утверждения подлежат государственной экспертизе. Ее проводят Главэкспертиза при Госстрое РФ, а также органы государственной вневедомственной экспертизы, находящиеся в субъектах Российской Федерации. Сметная документация подлежит государственной экспертизе и утверждению в составе проектов на строительство.

Контрольные вопросы

1. Назовите стадии проектирования объектов строительства.
2. Охарактеризуйте состав сметной документации.
3. Раскройте содержание сводного сметного расчета стоимости строительства.
4. В каких случаях составляют сводку затрат?
5. Каков порядок проведения экспертизы проектно-сметной документации?

7.3. Технология определения стоимости строительной продукции

Стоимость строительства зданий и сооружений выражает сумму денежных средств, которая требуется для его осуществления. Ее определяют в составе предпроектных проработок. Порядок определения стоимости возводимых объектов определяют сметно-нормативной базой системы ценообразования и сметного нормирования в строительстве.

С термином «стоимость строительства» тесно связаны следующие понятия:

1) Базисный уровень стоимости — уровень стоимости строительства, определяемый на основе сметных цен, зафиксированных на конкретную дату. Базисный уровень сметной стоимости

используют для сравнения результатов инвестиционной деятельности в разные периоды времени, экономического анализа и расчета стоимости в текущих ценах;

2) Текущий уровень стоимости — уровень стоимости, определяемый на базе цен, действующих на момент ее вычисления;

3) Прогнозный уровень стоимости — уровень стоимости, определяемый на основе цен, которые прогнозируют на будущий период, когда предполагают осуществлять расчеты за строительную продукцию.

Сметная стоимость строительства предприятий, зданий и сооружений представляет собой сумму денежных средств, необходимых для его проведения в соответствии с проектными материалами. Она служит базой для определения объема капиталовложений, финансирования строительства, формирования договорных цен на строительную продукцию, расчетов за выполненные работы и др. На основе сметной документации осуществляют учет и отчетность, а также оценку деятельности подрядных организаций и строек-заказчиков. Исходя из сметной стоимости устанавливают балансовую стоимость вводимых предприятием основных средств.

При определении стоимости строительства используют такие понятия, как новое строительство, расширение, реконструкция, техническое перевооружение и поддержание мощностей действующих предприятий.

К поддержанию мощности действующего предприятия относят мероприятия, связанные с постоянным возобновлением выбывающих в процессе производства основных фондов. В основном это относится к отраслям горнодобывающей промышленности, где требуется доразведка эксплуатируемых месторождений полезных ископаемых и ввод в действие новых нефтяных и газовых скважин, а также участков горнорудного сырья.

Исходной информацией для определения сметной стоимости строительства служат:

1) Проект и рабочая документация, включая чертежи, ведомости объемов строительно-монтажных работ, ключевые решения, принятые в проекте организации строительства (ПОС), а также пояснительные записки к проектным материалам;

2) Отдельные относящиеся к соответствующей стройке решения федеральных и других органов государственного управления;
3) Действующие сметные нормативы, а также отпускные цены и транспортные расходы на оборудование и хозяйственный инвентарь.

Действующая система ценообразования и сметного нормирования в строительстве включает в себя строительные нормы и правила — часть 4 СНИП «Сметные нормы и правила» и другие сметные нормативные документы, необходимые для определения сметной стоимости строительства. Они входят в Перечень нормативных документов по строительству, выпускаемых Госстроем РФ. Сметные нормативы — это обобщенное название комплекса сметных норм, расценок и цен, объединенных в отдельные сборники. Вместе с правилами и положениями они служат базой для расчета сметной стоимости строительства, расширения, реконструкции и технического перевооружения предприятий всех отраслей народного хозяйства.

Сметной нормой называют совокупность ресурсов (затрат труда строителей, времени работы строительных машин, потребности в материалах), требующихся на принятый измеритель строительно-монтажных работ. Назначение сметных норм состоит в определении нормативного количества ресурсов, необходимых для выполнения соответствующего вида работ, как базы для последующего перехода к стоимостным показателям. Сметные нормы можно использовать для установления потребности в затратах труда, строительных машинах, материалах, изделиях и конструкциях при разработке проектов организации строительства (ПОС) и проектов производства работ (ПОР). Сметными нормами предусмотрено выполнение работ в нормальных (стандартных) условиях, не осложненных внешними факторами.

Сметные нормативы систематизируют на следующие виды:

- государственные федеральные сметные нормативы;
- производственно-отраслевые сметные нормативы;
- территориальные сметные нормативы;
- фирменные сметные нормативы.

Все сметные нормативы (вместе со сводом правил по определению стоимости строительства в составе предпроектной и проектно-

сметной документации) образуют систему ценообразования и сметного нормирования в строительстве.

Сметные нормативы классифицируют на элементные и укрупненные.

К элементным сметным нормам относят:

- элементные сметные нормы и цены базисного уровня на все виды ресурсов (на эксплуатацию машин, материалы, перевозки грузов для строительства);
- элементные сметные нормы и расценки на виды работ.

В состав укрупненных сметных нормативов включают следующие.

1. Сметные нормативы, выраженные в процентах, включая нормативы накладных расходов по видам строительно-монтажных работ; общеотраслевой норматив сметной прибыли; сметные нормы дополнительных затрат на производство работ в зимнее время; сметные нормы затрат на строительство временных зданий и сооружений. Например, расчет индивидуальной нормы сметной прибыли ($П_{ин}$) осуществляют по формуле:

$$П_{ин} = \frac{П_р \times 100}{З_{от}},$$

где $П_р$ — размер прибыли, вычисленный по расчету для конкретной подрядной организации, тыс. руб.; $З_{от}$ — величина средств на оплату труда рабочих (строителей и механизаторов в составе прямых затрат), тыс. руб.

При определении сметной стоимости строительной продукции в текущем уровне цен величину сметной прибыли на стадии «проект» устанавливают по формуле:

$$П_{см} = З_{от} \times Н_з / 100,$$

где $П_{см}$ — величина сметной прибыли, тыс. руб.; $З_{от}$ — величина средств на оплату труда рабочих-строителей и механизаторов, учитываемая в составе прямых затрат локального сметного расчета (сметы), тыс. руб.; $Н_з$ — общеотраслевой норматив сметной прибыли, установленный к фонду оплаты труда рабочих (строителей и механизаторов) в составе прямых затрат, %.

По специальному расчету определяют величину сметной прибыли на стадии «рабочая документация».

Госстрой России рекомендует определять размер сметной прибыли на основе:

- установленных общеотраслевых нормативов в размере 50% от фонда оплаты труда рабочих или 12% от суммы прямых сметных затрат и накладных расходов;
- индивидуальной нормы прибыли для конкретной подрядной организации по приведенным выше формулам.

2. Укрупненные сметные нормативы и показатели, включая укрупненные параметры базисной стоимости строительства (УПБС); укрупненные показатели базисной стоимости по видам работ (УПБС ВР); сборники показателей стоимости по видам работ (сборники ПВР); укрупненные ресурсные нормативы (УРН) и укрупненные показатели ресурсов (УПР) по отдельным видам строительства и др[1]. В случае, когда отсутствуют необходимые сметные нормативы в действующей сметно-нормативной базе, а также для специализированных строек (в составе проекта) могут быть разработаны индивидуальные нормы.

Формы сметной документации позволяют составлять ее в определенной последовательности, постепенно переходя от мелких к более крупным элементам строительства, представляющим собой вид работ (затрат) — объект — пусковой комплекс — очередь строительства — стройку в целом.

Объектом строительства считают отдельно стоящее здание (производственный корпус, жилой дом, вокзал, склад) или сооружение (мост или тоннель, плотина, платформа) со всеми относящимися к нему обустройствами, подсобными и вспомогательными устройствами, оборудованием, с прилегающими к нему инженерными сетями и общеплощадочными работами (вертикальная планировка, благоустройство, озеленение).

Если на строительной площадке по проекту возводят только один объект без строительства подсобных и вспомогательных объектов

[1] Цены в строительстве. 15 методических пособий, указаний и рекомендаций. — М.: ЗАО «Книга сервис», 2003.

(например, здание цеха основного назначения, жилой дом, здание школы), то понятие «объект» совпадает с понятием «стройка».

Пусковой комплекс — совокупность нескольких объектов основного производственного или вспомогательного назначения, энергетического, транспортного и складского хозяйства, связи и других объектов, входящих в состав стройки или ее очереди, ввод которых в эксплуатацию обеспечивает выпуск продукции или оказание услуг, предусмотренных проектом, а также нормальные условия труда для обслуживающего персонала согласно действующим нормам.

Очередь строительства — часть стройки, состоящая из группы зданий и сооружений, ввод которых в эксплуатацию обеспечивает выпуск продукции или оказание услуг, предусмотренных проектом. Она может состоять из нескольких пусковых комплексов.

Стройка — совокупность зданий и сооружений различного назначения, строительство, расширение или реконструкцию которых осуществляют на объем продукции, определенный в предпроектных расчетах (обоснованиях инвестиций) по единой проектной документации в объеме, предусмотренном сводным сметным расчетом или сводкой затрат.

Сметную стоимость строительства систематизируют по элементам затрат:

- стоимость строительных работ;
- стоимость работ по монтажу оборудования;
- затраты на приобретение (изготовление) оборудования, мебели и инвентаря;
- прочие затраты.

Приведенная классификация выражает технологическую структуру капитальных вложений у заказчика (застройщика).

Контрольные вопросы

1. Сформулируйте содержание терминов «стоимость строительства» и «сметная стоимость строительства».
2. Приведите перечень исходной информации, необходимой для определения сметной стоимости строительства.
3. Какие элементы включает система ценообразования в строительстве?

4. Определите понятие «сметная норма».
5. Раскройте содержание понятий «объект», «пусковой комплекс», «очередь строительства» и «стройка».
6. Назовите классификацию сметной стоимости строительства по элементам затрат.

7.4. Договорные цены на продукцию строительства

Определение стоимости строительной продукции осуществляют заказчик (застройщик) и подрядчик в процессе заключения договора на строительство зданий и сооружений.

В ходе такой работы рекомендуют составлять:

1) При разработке предпроектной или проектно-сметной документации по заказу инвесторов — инвесторские сметы (расчеты, калькуляции издержек и др.);
2) При подготовке окончательного договора, в том числе при подрядных торгах на основании передаваемой инвестором тендерной документации — расчеты (сметы, калькуляции издержек производства) подрядчика.

Сметы (расчеты) инвестора и подрядчика можно составлять различными методами, выбор которых осуществляют в каждом отдельном случае исходя из договорных отношений, условий тендера и общей экономической ситуации.

Расчеты (сметы, калькуляции издержек производства) подрядчика рекомендуют составлять в текущем (прогнозном) уровне показателей с использованием согласованных данных об объемах работ и потребности в ресурсах, содержащихся в документах инвестора (заказчика). Кроме того, учитывают экономические связи и цены, сложившиеся для данного подрядчика.

На базе текущего (прогнозного) уровня стоимости объектов, зафиксированных в составе сметной документации, заказчики и подрядчики формируют договорные цены на строительную продукцию.

Договорная цена на данную продукцию (выполнение подрядных работ или оказание услуг) — это цена, определяемая заказчиком и подрядчиком при заключении договора подряда (контракта) на

капитальное строительство или капитальный ремонт зданий и сооружений, в том числе по результатам проведения подрядных торгов.

Договорную цену формируют с учетом спроса и предложения на строительную продукцию, сложившихся условий на рынке труда, конъюнктуры стоимости материалов, применяемых машин и оборудования, а также обеспечения прибыли подрядной организации для развития производства.

Договорные цены могут быть открытыми (уточняемыми в соответствии с договором подряда) в ходе строительства или твердыми (окончательными).

Твердая договорная цена — цена, зафиксированная на определенном уровне и привязанная к конкретному сроку, приведенному в договоре подряда (контракте). При отсутствии в договоре фиксированной даты за нее принимают дату подписания договора (контракта).

Формирование договорных цен, как правило, реализуется на конкурсной основе через проведение подрядных торгов. Осуществление этих торгов по вновь начинаемым объектам для федеральных государственных нужд является обязательным. При проведении подрядных торгов договорную цену стройки устанавливают после оценки и сравнения предложений, которые представили подрядчики.

Если торги не проводились, цену стройки устанавливают на основании согласования цены между заказчиком и подрядчиком. Подготовка материалов обоснования договорной (свободной) цены на строительство является обязанностью стороны, которой поручают сделать соответствующие расчеты. Часто в роли исполнителя данной работы выступает подрядчик.

Исходя из совместного решения оформляют протокол согласования (ведомость) договорной цены на строительную продукцию. Этот документ служит неотъемлемой частью договора подряда.

Принятая заказчиком и подрядчиком договорная цена на строительную продукцию по согласованию сторон может быть пересмотрена. Договорные цены на строительную продукцию рекомендуют формировать по стройкам в целом, с распределением по объектам и комплексам подрядных работ, а при необходимости — по пусковым комплексам.

После определения договорной цены на строительную продукцию и уточнения стоимости оборудования заказчик (в случае необ-

ходимости) вносит коррективы в инвесторскую смету для установления общего размера средств, требующихся для осуществления строительства. За итогом договорной цены на строительную продукцию показывают отдельной строкой сумму налога на добавленную стоимость.

Контрольные вопросы

1. Опишите исходную информационную базу для разработки договорных цен.
2. Какие виды договорных цен вы знаете?
3. Раскройте процедуру согласования договорной цены между заказчиком и подрядчиком.

7.5. Договорные отношения в строительстве

Взаимоотношения между заказчиком и проектировщиком (проектной организацией) регулируют договором подряда на выполнение проектно-изыскательских работ. Согласно ст. 758 ГК РФ (ч. 2), проектировщик обязуется по заданию заказчика (инвестора) разработать техническую документацию или выполнить изыскательские работы, а заказчик — принять к оплате их результат.

По договору подряда на выполнение проектно-изыскательских работ заказчик обязан передать проектировщику задание на проектирование, а также другие исходные данные для составления технической документации. Задание на выполнение проектных работ может быть подготовлено по поручению заказчика подрядчиком.

Проектировщик обязан соблюдать требования, содержащиеся в задании на выполнение проектно-изыскательских работ, и вправе скорректировать их с согласия заказчика.

Проектировщик обязан:

- выполнить работы в соответствии с заданием на проектирование и заключенным с заказчиком договором;
- согласовать готовую техническую документацию с заказчиком, с компетентными государственными органами и органами местного самоуправления;

- передать заказчику готовую техническую документацию и результаты изыскательских работ на объекте будущего строительства в полном объеме и надлежащего качества.

Заказчик обязан:

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

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

Согласно ст. 740 ГК РФ (ч. 2), договор строительного подряда заключают на строительство или реконструкцию предприятия, здания, сооружения или иного объекта, а также на осуществление монтажных,

пусконаладочных и других неразрывно связанных со строящимся объектом работ.

Рекомендуемый перечень статей договора достаточно типизирован и универсален, что позволяет использовать его в качестве базовой схемы при подготовке различных видов договора. Примерный перечень основных статей договора строительного подряда следующий:

- определения: полное наименование сторон договора — заказчика и подрядчика (с указанием их реквизитов), наименование предмета договора;
- предмет договора — изложение задания заказчика в общей форме в тексте договора и детализированного в приложениях (более детально предметом договора строительного подряда могут быть вводимые в действие объекты, комплексы работ, части (этапы) возводимого объекта и др.);
- стоимость предмета договора;
- сроки начала и завершения работ по договору;
- обеспечение строительства материалами и оборудованием;
- обязанности сторон по договору;
- производство работ;
- приемка работ;
- порядок взаиморасчетов;
- поручительства и гарантии по договору;
- меры ответственности сторон за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств;
- внесение изменений в техническую документацию;
- условия и порядок прекращения договорных отношений.

По договоренности сторон статьи договора могут быть дополнены и изменены исходя из специфики строящегося объекта, его месторасположения и других условий. Подрядчик может по согласованию с заказчиком (если это предусмотрено условиями договора) привлекать для выполнения комплекса или вида работ (сантехнических, электромонтажных, по благоустройству территории) другие организации субподрядчиков, заключая с ними договоры субподряда.

В таком случае ответственность перед заказчиком за выполнение всех работ в сроки, предусмотренные договором строительного подряда, и с надлежащим качеством принимает на себя подрядчик. В этих условиях подрядчик будет выступать перед заказчиком в качестве генерального подрядчика, а перед субподрядчиком — в качестве заказчика.

В строительной практике заказчик заключает договор, как правило, с одним подрядчиком (именуемым генеральным), выполняющим основную часть работ и принимающим на себя обязательство по координации работ и ответственность за своевременное и качественное выполнение всего комплекса работ, предусмотренных договором. Он привлекает для выполнения отдельных видов работ субподрядные организации.

Подрядчик может принять на себя обязательство по обеспечению строительства всеми видами материальных ресурсов и оборудования. Если заказчик помимо основного договора подряда заключает другие договоры на выполнение отдельных видов и комплексов работ, необходимых для сооружения объекта, то координацию работ, предусмотренных основным договором, с работами, предусмотренными другими договорами, обеспечивает заказчик. Последний несет ответственность за своевременное завершение всех работ по сооружению объекта.

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

По отдельному договору каждый подрядчик несет ответственность перед заказчиком только по своим прямым обязательствам, а заказчик координирует деятельность каждого подрядчика, чтобы разные исполнители не препятствовали друг другу и выполняли свои работы и поставки в необходимой последовательности. Для генерального подрядчика отдельным договором является договор субподряда. В случаях, предусмотренных договором, подрядчик может принять на себя ответственность по обеспечению эксплуатации объекта после сдачи его заказчику на период, предусмотренный в договоре. Подрядчик несет риск случайной гибели объекта строительства, составляющего

предмет договора подряда, до приемки этого объекта заказчиком. Если объект строительства до приемки его заказчиком утрачен или поврежден вследствие низкого качества предоставленных заказчиком материалов, конструкций или его неправильных указаний, то подрядчик вправе требовать оплаты всех выполненных им работ (по сметной стоимости).

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

Договором строительного подряда должны быть определены состав и содержание технической документации, а также сроки и обязанности сторон по ее представлению. Подрядчик, обнаруживший в ходе строительства не учтенные в технической документации работы, которые подлежат обязательному выполнению, обязан сообщить об этом заказчику. При неполучении от последнего ответа в течение десяти дней подрядчик обязан приостановить соответствующие работы с отнесением убытков, вызванных простоем, на счет заказчика. Заказчик освобождается от возмещения данных убытков, если аргументирует отсутствие необходимости в осуществлении дополнительных работ. При согласии заказчика на проведение и оплату дополнительных работ подрядчик может отказаться от их выполнения только в случаях, когда они не входят в сферу его профессиональной деятельности либо не могут быть выполнены подрядчиком по не зависящим от него причинам.

Заказчик вправе вносить изменения в техническую документацию при обязательном условии, что вызываемые этим дополнительные работы не превышают 10 % от указанной в смете общей стоимости строительства и не меняют характера зафиксированных в договоре работ. Внесение в техническую документацию изменений сверх 10 % от общей стоимости работ производят на основании согласованной сторонами дополнительной сметы. Подрядчик вправе потребовать от заказчика пересмотра сметы, если по не зависящим от него причинам стоимость работ превысила смету не менее чем на 10 %. Подрядчик может также требовать возмещения различных расходов,

которые он понес в связи с устранением дефектов в технической документации.

Обязанность по обеспечению объекта строительства материалами или оборудованием несет подрядчик, если договором строительного подряда не предусмотрено возложение данных обязанностей на заказчика.

Заказчик осуществляет оплату выполненных подрядчиком работ в размере, предусмотренном сметой, в сроки и в порядке, которые определены договором строительного подряда. Этим договором может быть предусмотрена оплата работ единовременно и в полном объеме после приемки объекта застройщиком. Расчеты можно осуществлять также по конструктивным элементам за выполнение отдельных работ или их этапов. Стороны вправе согласовать размер резервирования средств для финансовых гарантий и порядок их перечисления. В договоре целесообразно предусматривать условия, при которых заказчик вправе задержать оплату выполненных работ подрядчику:

- неустранение выявленных в работе дефектов;
- причинение ущерба заказчику;
- в случае отставания выполнения работ от объемов, предусмотренных графиком их производства, и др.

Окончательный расчет заказчик производит после выполнения подрядчиком всех работ по договору, включая и устранение дефектов, выявленных при приемке объекта, с зачетом ранее перечисленных подрядчику средств и суммы средств финансовых гарантий, если они были предусмотрены в договоре подряда.

Заказчик, получивший сообщение подрядчика о готовности к сдаче результата выполненных работ по договору подряда, должен немедленно приступить к приемке готового объекта (этапа). Заказчик осуществляет его приемку за свой счет, если иное не предусмотрено договором строительного подряда. В необходимых случаях в приемке результата работ принимают участие представители государственных органов и органов местного самоуправления. Сдачу результата работ подрядчиком и приемку его заказчиком оформляют актом, подписанным обеими сторонами. Односторонний акт сдачи или приемки результата работ может быть признан судом недействи-

тельным только в случае, если мотивы отказа от подписания акта признаны им необоснованными. Заказчик вправе отказаться от приемки результата работ в случае обнаружения недостатков, которые исключают возможность его использования для указанной в договоре строительного подряда цели и не могут быть устранены подрядчиком или заказчиком.

Заказчик вправе осуществлять контроль и надзор за ходом и качеством выполненных работ, соблюдением сроков их выполнения (графиком), качеством представленных подрядчиком материалов, а также правильностью использования последним материалов заказчика. Для проведения этой работы заказчик вправе заключать самостоятельно (без согласия подрядчика) договор об оказании ему различных инжиниринговых услуг со стороны инженерной организации. В таком случае в договоре строительного подряда определяют функции инженерной организации, связанные с последствиями ее действий для подрядчика.

Договором строительного подряда может быть предусмотрена обязанность стороны, на которой лежит риск случайной гибели или случайного повреждения объекта строительства, застраховать соответствующие риски. Сторона, на которую возложена обязанность по страхованию, должна представить другой стороне доказательства заключения ею договора страхования на условиях, зафиксированных в договоре строительного подряда. В состав такого доказательства включают необходимые сведения о страховщике, размере страховой суммы и застрахованных рисках. Страхование не освобождает страхователя от обязанности принять надлежащие меры для предотвращения наступления страхового случая.

Контрольные вопросы

1. Опишите систему финансовых взаимоотношений между заказчиком и проектировщиком.
2. Охарактеризуйте содержание договора строительного подряда.
3. Назовите виды договоров, заключаемых заказчиками и подрядчиками.
4. В чем состоит ответственность подрядчика по договору строительного подряда?

5. Каковы функции застройщика по договору строительного подряда?
6. В каком порядке осуществляют приемку готовой строительной продукции?
7. В чем заключается обязанность стороны, на которой лежит риск случайной гибели объекта, по договору строительного подряда?

Глава 8
Финансирование и кредитование капитальных вложений

После изучения этой главы вы сможете:

- охарактеризовать основные методы финансирования капитальных вложений;
- ознакомиться с практикой финансирования капитальных вложений в России;
- оценить эффективность долгосрочного кредитования капитальных вложений;
- назвать особенности применения инвестиционного налогового кредита;
- изложить методику финансирования ремонта основных средств;
- сформулировать порядок финансирования долгосрочных инвестиций в нематериальные активы.

8.1. Методы финансирования капитальных вложений

При разработке инвестиционного (капитального) бюджета обычно рассматривают пять основных методов финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал предприятий:

1) Самофинансирование (самоинвестирование);
2) Акционирование (выпуск собственных акций);
3) Инвестиционное кредитование;

4) Финансовую аренду (лизинг);

5) Комбинированное (смешанное) финансирование.

Метод самофинансирования получил наибольшее распространение в современной практике реального инвестирования. Для определения доли собственных средств в общем объеме долгосрочных инвестиций используют коэффициент самофинансирования, устанавливаемый по формуле:

$$К_{СФ} = (СИ/ОИ) \times 100,$$

где $К_{СФ}$ – коэффициент самофинансирования, %; СИ – собственные источники в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений; ОИ – общий объем долгосрочных инвестиций (капиталовложений).

Значение данного коэффициента должно быть не ниже 0,51 (51 %). При более низком его значении (например, 0,49) предприятие утрачивает финансовую независимость в сфере инвестиционной деятельности. На практике оптимальное значение этого коэффициента сравнивают с фактическим и делают вывод об уровне самофинансирования капиталовложений.

Отличительная черта самоокупаемости – способность предприятия уплачивать из прибыли налоги в бюджетную систему и финансировать главным образом за счет амортизационных отчислений только простое воспроизводство основного капитала. Содержание самофинансирования значительно шире и заключается в том, что за счет амортизационных отчислений, чистой прибыли и других собственных источников предприятие осуществляет капитальные затраты по расширенному воспроизводству основного капитала и реализует социальные программы.

Собственные источники финансирования долгосрочных инвестиций характеризуют следующими позитивными моментами:

- простотой и быстротой привлечения, поскольку они постоянно находятся в распоряжении руководства предприятия;
- высокой отдачей в виде нормы прибыли на вложенные средства, так как отпадает необходимость в уплате ссудного процента по заемному капиталу в случае его привлечения;
- значительным снижением риска неплатежеспособности и угрозы банкротства предприятия при их использовании на реализа-

цию высокорентабельных проектов с коротким сроком окупаемости капиталовложений (в течение одного-двух лет);

- полным сохранением управления предприятием со стороны первоначальных собственников (учредителей), если они эффективны.

Собственные средства имеют определенные недостатки:

- ограниченный объем привлечения, особенно при реализации крупномасштабных инвестиционных проектов;
- высокая стоимость привлечения в сравнении с альтернативными заемными средствами формирования инвестиционных ресурсов. Например, стоимость нераспределенной прибыли обычно приравнивают к цене акционерного капитала, и она может оказаться выше альтернативных источников финансирования капитальных затрат (таких как финансовый лизинг или банковский кредит);
- не используется возможность прироста чистой рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага в случае привлечения заемных средств (если рентабельность активов предприятия больше средней процентной ставки за кредит).

Акционирование как метод финансирования долгосрочных инвестиций обычно используют для реализации перспективных проектов при региональной и отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности (например, в нефтегазовом комплексе и электроэнергетике России). В зарубежных корпорациях акционерный капитал нередко покрывает не только начальные капиталовложения, но и потребность в приросте оборотного капитала инициатора проекта. Подобная ситуация возникает в тех случаях, когда кредитные ресурсы коммерческих банков ограничены и их можно получить только под высокие проценты. Доходы на капитал, полученные путем срочного депонирования свободных средств в банках, в таких условиях также высоки. Поэтому инвестиционный проект должен быть привлекательным для сторонних инвесторов, чтобы на его реализацию можно было мобилизовать достаточные финансовые ресурсы с фондового рынка.

Инвестиционное кредитование означает возможность получения долгосрочных банковских кредитов на приемлемых условиях для финансирования капиталовложений в основной капитал предприятий. Однако в случае привлечения банковских кредитов целесообразно поддерживать оптимальное для заемщиков соотношение между акционерным и долгосрочным заемным капиталом. Поэтому рекомендуют тщательно оценивать последствия для предприятия различных способов финансирования каждого проекта. Как собственные, так и заемные инвестиционные ресурсы должны обеспечивать проектоустроителю экономическую отдачу (норму прибыли на вложенный капитал), превышающую стоимость их привлечения с финансового рынка.

Долгосрочные кредиты коммерческих банков направляют сейчас в реальные и быстрореализуемые проекты с высокой нормой доходности. Важно отметить, что, в отличие от бюджетных средств, долгосрочные кредиты банков на капитальные вложения повышают ответственность заемщиков за рациональное использование инвестиционных ресурсов благодаря их возвратности и платности. Конкретные сроки предоставления долгосрочного кредита и время его погашения определяют в договоре между заемщиком и банком. К сожалению, долгосрочным кредитованием капиталовложений способны заниматься сейчас только крупные коммерческие банки, располагающие достаточным объемом кредитных ресурсов, и то при условии предоставления им весомых гарантий по возврату кредитов со стороны заемщиков.

Главными условиями активизации инвестиционной деятельности банков в РФ в сфере долгосрочного кредитования капитальных вложений являются:

- дальнейшее снижение учетной ставки Центрального банка России;
- уменьшение доходности государственных ценных бумаг;
- расширение долгосрочной ресурсной базы коммерческих банков за счет вовлечения в хозяйственный оборот сбережений физических лиц;
- стабилизация ситуации на межбанковском кредитном рынке;
- укрепление внутренней финансовой устойчивости и платежеспособности коммерческих банков;

- разработка и внедрение системы эффективного управления инвестиционным кредитованием в банках;
- развитие лизинговых схем кредитования поставок оборудования, рассматриваемых как один из способов решения проблемы залога, то есть обеспечения кредита;
- расширение межбанковского кредитования крупномасштабных инвестиционных проектов (предоставление заемщикам синдицированных кредитов, чтобы распределить риски между несколькими кредиторами);
- развитие системы гарантий по инвестиционным кредитам, включая и совершенствование механизма предоставления государственных гарантий коммерческим банкам, которые принимают участие в кредитовании приоритетных для государства проектов и программ;
- приближение финансовой отчетности и стандартов бухгалтерского учета предприятий и банков к соответствующим международным стандартам и повышение доступности информации, что должно способствовать усилению взаимного доверия кредиторов и заемщиков.

Облигационные займы как источник заемного финансирования долгосрочных инвестиций получают все большее распространение. Однако в современных условиях эмитировать облигации способны только известные акционерные компании (корпорации и ФПГ), платежеспособность которых не вызывает сомнений у кредиторов. Эмиссия корпоративных облигаций имеет преимущества перед другими источниками заимствования средств с финансового рынка. Акционерная компания (корпорация) вправе обратиться к многочисленным инвесторам — потенциальным покупателям этих ценных бумаг. Круг кредиторов корпорации значительно расширяется. Кроме коммерческих банков ими могут быть инвестиционные и негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, иностранные инвесторы и другие облигационеры. На развитом фондовом рынке благодаря наличию конкуренции среди покупателей корпоративных облигаций эмитент получает возможность мобилизовать более дешевые заемные средства по сравнению с привлечением средств в форме банковского кредита. Эмиссия корпоративных облигаций может сыграть

важную роль в финансировании долгосрочных инвестиций предприятий и корпораций реального сектора экономики.

Заемный капитал характеризуют следующие позитивные особенности:

- большой объем его привлечения, часто превышающий объем собственных средств, особенно при высоком кредитном рейтинге заемщика, наличии залога имущества или гарантии поручителя;
- способность генерировать прирост чистой рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага;
- более низкая стоимость по сравнению с акционерным капиталом за счет обеспечения «налогового щита», то есть изъятия суммы процентов за кредит из налоговой базы при уплате налога на прибыль и других обязательных платежей в бюджетный фонд;
- возможность обеспечить рост финансового потенциала предприятия в случае необходимости существенного расширения активов (имущества) при увеличении объема производства и реализации продукции (продаж).

К недостаткам заемного финансирования можно отнести следующее:

- применение заемного капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски (для предприятий – риски утраты финансовой устойчивости и платежеспособности; для банков – кредитный и процентный риски);
- активы, образованные за счет заемного капитала, генерируют более низкую (при прочих равных условиях) норму прибыли, так как она существенно снижается в результате обслуживания долга кредиторам;
- процедура привлечения заемного капитала, особенно в больших объемах, является весьма сложной, так как кредитор (банк) часто требует гарантий других хозяйствующих субъектов, которые предоставляются на платной основе.

Процедура выпуска и размещения облигаций занимает, как правило, несколько месяцев, что не позволяет эмитенту быстро мобилизовать необходимые ему денежные средства.

Финансовую аренду (лизинг) используют при недостатке собственных средств для реальных инвестиций, а также при капиталовложениях в объекты со сравнительно небольшим периодом эксплуатации или с высокой степенью изменяемости технологии. Отметим, что лизинг – перспективный метод привлечения денежных ресурсов для обновления активной части основного капитала предприятий. По экономической природе лизинг – разновидность долгосрочного кредита, предоставляемого лизинговой компанией (лизингодателем) лизингополучателю в товарной форме и погашаемого в рассрочку (посредством регулярных лизинговых платежей).

Лизингополучатель быстро приобретает необходимое ему оборудование, не отвлекая единовременно из своего оборота значительные инвестиционные ресурсы. Кроме того, он имеет ряд других преимуществ:

- частично устраняет риск потерь, связанных с моральным износом оборудования;
- снижает налогооблагаемую прибыль лизингополучателя, так как затраты по лизингу относят на издержки производства (себестоимость продукции);
- избавляет предприятие от непроизводительных затрат на содержание оборудования, временно простаивающего вследствие сезонности, цикличности производства и других причин;
- предотвращает иные формальности, неминуемые при получении кредита в банке, что очень важно для малых и средних предприятий, не обладающих достаточной кредитоспособностью.

Необходимым условием широкого развития лизинговых операций в России является стабилизация денежно-кредитной и финансовой системы, преодоление высокой инфляции, поддержание на необходимом уровне курса национальной валюты.

Смешанное финансирование основано на различных комбинациях вышеуказанных методов и может быть реализовано при всех формах инвестирования в основной капитал.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте основные методы финансирования капиталовложений.

2. Какими положительными чертами для предприятия обладают собственные средства?
3. Назовите преимущества кредитного метода финансирования долгосрочных инвестиций по сравнению с акционированием.
4. Приведите главные условия активации инвестиционной деятельности коммерческих банков.
5. Раскройте преимущества лизингового метода финансирования капиталовложений.

8.2. Практика финансирования капитальных вложений в России

Затраты на финансирование государственных инвестиций находят отражение:

- в федеральном бюджете — при условии, что они являются частью расходов на реализацию федеральных целевых программ, а также на основании предложений Президента Российской Федерации и Правительства РФ;
- в бюджетах субъектов РФ — при условии, что эти расходы являются частью затрат на реализацию региональных целевых программ, а также на основе предложений органов исполнительной власти субъектов РФ.

Федеральные инвестиционные проекты, предусматривающие расходы в объеме более 200 тысяч минимальных размеров оплаты труда, рассматривают и утверждают в порядке, установленном для финансирования государственных целевых программ. Перечни инвестиционных проектов, финансируемых за счет федерального бюджета, образуют государственные инвестиционные программы.

Органы исполнительной власти субъектов РФ определяют перечни строек, подлежащих финансированию за счет региональных бюджетов. Решения об использовании средств федерального бюджета для финансирования инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, принимают после заключения Правительством РФ соответствующих международных соглашений.

На практике перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд формирует Минэкономразвития России ежегодно для каждого государственного заказчика раздельно по ведомственной, функциональной и экономической классификации федерального бюджета. Данный перечень формируют исходя из объемов государственных капиталовложений, направленных на реализацию федеральных целевых программ и на решение не включенных в эти программы отдельных важнейших мероприятий, предусмотренных в федеральной адресной инвестиционной программе по главным распорядителям средств федерального бюджета и по отраслям. В перечне отдельно указывают стройки и объекты, финансируемые частично за счет средств федерального бюджета и являющиеся государственной собственностью субъектов РФ и муниципальной собственностью. Формирование перечня осуществляют в процессе подготовки проекта федеральной адресной инвестиционной программы. В первоочередном порядке в перечень включают:

1) Не завершенные строительством объекты, подлежащие вводу в действие в планируемом году;
2) Стройки и объекты, по которым принятые в пределах лимитов бюджетных обязательств денежные обязательства федерального бюджета оказались не исполненными по причине дефицита фактически выделенных средств;
3) Стройки и объекты, для которых государственным заказчиком предусмотрено привлечение иных дополнительных источников финансирования.

Включение в перечень вновь начинаемых строек и объектов производственного назначения осуществляют после удовлетворения потребности в финансовых ресурсах всех переходящих строек и объектов, на которых создают аналогичные мощности.

Минэкономразвития РФ с участием государственных заказчиков в процессе принятия федерального закона о федеральном бюджете на соответствующий год уточняет перечень, сформированный по предварительным объемам государственных капиталовложений.

Перечень, утвержденный Правительством РФ, служит для государственных заказчиков по вновь начинаемым стройкам и объектам основанием для организации и проведения конкурсов на выполнение

работ и оказание услуг в строительстве. Если по итогам конкурсов не определены генеральные подрядчики, то указанные стройки и объекты по предложению Минэкономразвития РФ исключают из перечня, утвержденного Правительством РФ. В таком случае средства федерального бюджета перераспределяют в рамках федеральной адресной инвестиционной программы.

Государственные заказчики, исходя из заключенных на основе конкурсов государственных контрактов с подрядчиками по стройкам и объектам, включенным в перечень, при снижении стоимости их строительства уточняют объемы государственных капиталовложений, размеры и источники финансирования на весь период строительства с разбивкой по годам. Они представляют уточненные сведения в Минэкономразвития РФ для внесения в перечень изменений, связанных с перераспределением высвобождаемых средств на другие объекты данного государственного заказчика.

В роли государственных заказчиков строек и объектов, включенных в перечень, выступают федеральные органы исполнительной власти и органы исполнительной власти субъектов РФ.

Заказчиками-застройщиками строек и объектов, включенных в перечень, могут быть:

1) Бюджетные учреждения и организации, включая дирекции строящихся объектов;
2) Организации, находящиеся в ведении государственного заказчика;
3) Негосударственные коммерческие организации, получающие государственные капиталовложения по стройкам и объектам, включенным в перечень на условиях приобретения в собственность Российской Федерации акций (долей) этих организаций стоимостью, эквивалентной размеру бюджетных ассигнований;
4) Организации, уполномоченные органами исполнительной власти субъектов РФ на выполнение функций заказчика-застройщика.

Государственные заказчики вправе на договорной основе передавать часть своих функций заказчикам-застройщикам.

Предоставление бюджетных средств на безвозмездной основе осуществляют в соответствии с утвержденным перечнем строек и объ-

ектов для федеральных государственных нужд. Финансирование государственных капитальных вложений осуществляет Министерство финансов РФ (через органы федерального казначейства) на основе представленного государственными заказчиками перечня строек и объектов с указанием объема капиталовложений и государственных контрактов (договоров строительного подряда) на сооружения объектов для федеральных нужд.

Государственные заказчики переводят средства федерального бюджета, предоставленные на безвозмездной основе непосредственным застройщикам, в пределах сообщенных Министерством финансов РФ объемов капиталовложений. Выделение ассигнований государственным заказчикам за счет средств федерального бюджета осуществляют в соответствии со сводной бюджетной росписью федерального бюджета, лимитами бюджетных обязательств, объемами финансирования государственных капитальных вложений на соответствующий год и процедурами по исполнению расходной части федерального бюджета, установленными Бюджетным кодексом РФ.

Финансирование строек и объектов, включенных в перечень, производят в соответствии с адресным распределением государственных капиталовложений, очередностью финансирования, определяемой государственным заказчиком, объемами фактически выполненных работ и с учетом выполнения обязательств других инвесторов, участие которых предусмотрено договором долевого участия при смешанном финансировании стройки или объекта. Форму, по которой осуществляют роспись адресного распределения объемов государственных капиталовложений, разрабатывает, утверждает и доводит до государственных заказчиков Министерство финансов РФ.

При передаче государственными заказчиками части своих функций заказчикам-застройщикам оплату выполненных работ (услуг) на стройке или объекте осуществляют через лицевые счета застройщиков, открываемые по месту их нахождения в установленном порядке в соответствующих органах федерального казначейства.

Финансирование строек и объектов, относящихся к государственной собственности субъектов РФ и муниципальной собственности, осуществляют главные распорядители средств в порядке межбюджетных отношений в форме предоставления субсидии или субвенции субъекту РФ.

Государственные заказчики и застройщики, включенные в адресное распределение объемов капиталовложений по каждым стройке и объекту, представляют в органы федерального казначейства следующие документы:

1) Договоры, заключенные государственными заказчиками, о передаче функций заказчикам-застройщикам;
2) Государственные контракты на выполнение подрядных работ для федеральных государственных нужд на весь период строительства;
3) Договоры строительного подряда, заключенные с другими участниками строительства;
4) Договор о долевом участии в строительстве;
5) Положительные сводные заключения по проектно-сметной документации Главного управления государственной вневедомственной экспертизы Госстроя России;
6) Справка о стоимости выполненных работ (услуг) и затрат (форма КС-3), акты сдачи-приемки выполненных работ по формам, утвержденным Госкомстатом России.

Финансирование государственных капиталовложений включает также затраты на проектно-изыскательские работы, а также приобретение оборудования, не требующего монтажа и не входящего в сметы строек и объектов, а также производственного инвентаря.

Погашение государственным заказчикам кредиторской задолженности за выполненные работы (услуги) по стройкам и объектам по принятым в предыдущие годы денежным обязательствам, подлежащим оплате за счет средств федерального бюджета, осуществляет Министерство финансов РФ в порядке, предусмотренном для текущего их финансирования.

Государственный контракт на выполнение подрядных работ для государственных нужд служит основным документом для расчетов за выполненные работы (услуги), поставленные материалы и оборудование.

Государственные заказчики и заказчики-застройщики осуществляют ведение бухгалтерского учета, составление и представление отчетности об использовании средств федерального бюджета для финанси-

рования государственных капиталовложений в порядке, установленном Министерством финансов РФ.

Минфин РФ и его территориальные органы осуществляют контроль за целевым использованием средств федерального бюджета, выделенных на государственные капиталовложения.

Государственные заказчики и заказчики-застройщики по требованию государственного финансового контроля предъявляют:

1) Сводные сметные расчеты стоимости строительства;
2) Материалы об утверждении проектно-сметной документации;
3) Справки о направлении собственных, заемных и других средств на финансирование строек и объектов при смешанном их финансировании;
4) Титульные списки вновь начинаемых строек и объектов с распределением капиталовложений по годам, утвержденные государственными заказчиками;
5) Другие документы по учету работ (услуг) в калитальном строительстве, утвержденные Госкомстатом РФ.

Государственные заказчики и заказчики-застройщики несут в соответствии с Бюджетным кодексом РФ ответственность за целевое и эффективное использование выделенных им средств, ввод в действие объектов в установленные сроки, своевременное представление отчетности о выполненных работах и оказанных услугах.

Бюджетный кредит может быть предоставлен юридическому лицу, которое не является государственным или муниципальным предприятием, на основании договора, заключенного в соответствии с Гражданским кодексом РФ при условии предоставления заемщиком обеспечения исполнения своего обязательства по возврату указанного кредита.

Бюджетный кредит выдают на условиях возмездности и возвратности.

Способами обеспечения исполнения обязательства по возврату бюджетного кредита могут быть только банковские гарантии, поручительства, залог имущества, включая акции, иные ценные бумаги, паи, в размере не менее 100 % от предоставленного кредита. Обеспечение исполнения обязательств должно иметь высокую степень ликвидности.

Оценку имущества, предоставленного в обеспечение бюджетного кредита, осуществляют в соответствии с законодательством РФ.

Обязательным условием предоставления бюджетного кредита служит проведение предварительной проверки финансового состояния заемщика финансовым органом или по его поручению уполномоченным органом. Последний осуществляет также проверку целевого использования бюджетного кредита.

При утверждении бюджета на очередной финансовый год указывают цели, на которые может быть предоставлен данный кредит, условия и порядок его выдачи, лимит предоставления в пределах года и на срок, выходящий за пределы бюджетного года.

К отчету об исполнении федерального бюджета прилагают отчет о предоставлении и погашении бюджетных кредитов. Нарушение установленного порядка выдачи бюджетных кредитов финансовыми органами, а также принятие в их обеспечение имущества низкой ликвидности является нарушением бюджетного законодательства РФ и основанием для привлечения к ответственности должностных лиц, допустивших выдачу этих кредитов с нарушением установленного порядка.

Возврат предоставленных юридическим лицам бюджетных кредитов, а также плату за пользование ими приравнивают к платежам в бюджет. Данный кредит может быть предоставлен только тем юридическим лицам, которые не имеют просроченной задолженности по ранее выданным бюджетным средствам на возвратной основе.

Бюджетные кредиты (процентные и беспроцентные) предоставляют также государственным и муниципальным унитарным предприятиям на условиях и в пределах лимитов, предусмотренных соответствующими бюджетами. Получатели бюджетного кредита обязаны возвратить основную сумму долга и уплатить проценты за пользование им в установленные сроки. Получатели бюджетного кредита обязаны представлять информацию и отчет об его использовании в органы, исполняющие бюджет. Органы, исполняющие бюджет, либо иные уполномоченные органы ведут реестры всех предоставленных бюджетных кредитов в разрезе их получателей.

Если капитальные вложения осуществляют за счет собственных средств предприятия (чистой прибыли, амортизационных отчислений и др.), то партнеры по строительству самостоятельно определяют

порядок внесения заказчиками (застройщиками) собственных финансовых ресурсов на счета в банках для финансирования капитальных вложений и взаиморасчетов. Средства на финансирование капиталовложений можно переводить и с расчетных счетов предприятий. Формы оплаты строительно-монтажных работ, поставок материальных, энергетических ресурсов и услуг по строительству объектов определяют договорами строительного подряда, заключаемыми заказчиками (застройщиками) и подрядчиками на весь период строительства.

Следует отметить, что в соответствии с договором строительного подряда расчеты между заказчиком (застройщиком) и подрядчиком можно осуществлять:

- в форме авансов (промежуточных платежей) за выполненные подрядчиком работы на конструктивных элементах и этапах;
- после завершения всех работ на объекте.

На практике часто используют смешанную форму оплаты, то есть при заключении договора строительного подряда предусматривают оплату работ после завершения отдельных этапов, а также выдачу аванса подрядчику. Широко распространены промежуточные или ежемесячные платежи за выполненные подрядчиком работы. Причем качество этих работ должно соответствовать условиям договора подряда (ст. 721 ГК РФ). В случаях, когда фактические затраты подрядчика оказались ниже тех, которые учитывались при определении цены работы, подрядчик сохраняет право на оплату работ по цене, зафиксированной в договоре подряда, если заказчик не докажет, что полученная экономия повлияла на качество выполненных работ. В договоре подряда может быть предусмотрено распределение полученной экономии. Следует отметить, что при отсутствии соответствующих указаний в законе или в договоре оплату работ производят исходя из ст. 711 ГК РФ. Иными словами, если в договоре отсутствует условие о порядке оплаты работ, то этот факт не влияет на действительность договора. Статьей 711 ГК РФ установлено также, что если договором подряда не предусмотрена предварительная оплата выполненной работы или отдельных ее этапов, заказчик обязан уплатить подрядчику обусловленную цену после окончательной сдачи результата работ при условии качественного выполнения данной работы и в согласованный сторонами срок.

На практике в договоре строительного подряда стороны чаще всего предусматривают авансовую форму оплаты работ, поскольку значительные затраты в процессе производства работ несет подрядчик (ст. 710 ГК РФ). При неисполнении заказчиком обязанности уплатить установленную цену либо иную сумму, причитающуюся подрядчику в связи с выполнением договора подряда, подрядчик имеет право на удержание результата работ, а также принадлежащих заказчику материалов и оборудования до уплаты последним причитающихся сумм (ст. 712 ГК РФ).

Часто при строительстве объектов генеральный подрядчик привлекает для выполнения отдельных видов работ субподрядчиков. Тогда у генподрядчика возникает обязанность по оплате работ, выполненных субподрядчиком. При этом оплату генподрядчиком выполненных субподрядчиком работ осуществляют независимо от оплаты работ заказчиком генподрядчику.

У заказчика обязанность по оплате работ субподрядчику возникает в случае, если между ними с согласия генерального подрядчика заключен договор на выполнение отдельных видов работ (ст. 706 ГК РФ).

Необходимо отметить, что право собственности переходит от подрядчика к застройщику в момент приемки-передачи строительной продукции либо после полного расчета по договору строительного подряда. Если момент перехода права собственности на строительную продукцию в договоре четко не определен, то предполагают, что им будет момент подписания соответствующего документа — акта приемки выполненных работ (форма КС-2). Его подписывают уполномоченные представители заказчика и подрядчика. Этот документ составляют на базе данных журнала учета выполненных работ (форма КС-6а). Этот журнал служит основным первичным документом, который отражает технологию, сроки выполнения, условия и последовательность производства строительно-монтажных работ. Данный документ составляют по каждому объекту на основе обмера фактически выполненных работ и единых норм и расценок по каждому виду работ или по конструктивному элементу. Исходя из акта о приемке выполненных работ (форма КС-2) составляют справку о стоимости выполненных работ за отчетный период (форма КС-3). Эту справку используют для расчетов с заказчиком за выполненные подрядные

работы. Перечисленные документы унифицированы и утверждены Госкомстатом России.

Следует помнить, что в соответствии со ст. 168 НК РФ не позднее че через пять дней со дня реализации выполненных работ (подписания акта приемки выполненных работ) подрядчик обязан выписать и передать заказчику счет-фактуру на стоимость выполненных работ и предъявленный к оплате налог на добавленную стоимость.

Порядок отражения в бухгалтерском учете выполненных работ и формирования финансового результата по договору строительного подряда регулируют нормами Положения по бухгалтерскому учету «Учет договоров (контрактов) на капитальное строительство» (ПБУ 2/94) и Положением по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций от 30.12.1993 г. № 160. Данные Положения применяют в части, не противоречащей нормам ПБУ 9/99 «Доходы организации» и ПБУ 10/99 от 06.05.1999 г. «Расходы организации».

Исходя из условий договора строительного подряда передачу работ заказчику можно осуществлять по окончании строительства или по мере выполнения отдельных видов работ (этапов их выполнения). Если условиями договора строительного подряда определено, что заказчик принимает работы по окончании строительства, то независимо от порядка расчетов между заказчиком и подрядчиком (промежуточными платежами за отдельные виды выполненных работ или после завершения всего комплекса работ по договору) финансовый результат устанавливают после того, как все работы в соответствии с договором и проектно-сметной документацией на объекте завершены и сданы заказчику. Финансовым результатом (прибылью или убытком) подрядчика признают разницу между стоимостью работ по договору и проектно-сметной документации и фактически произведенными затратами. До момента сдачи работ заказчику сумму фактических затрат по выполнению подрядного строительного договора отражают в составе незавершенного производства по каждому объекту учета (на счете 20 «Основное производство»). Если договором предусмотрено, что расчеты производят в форме авансов, то денежные средства, поступившие от заказчика, подрядчик показывает на субсчете «Авансы полученные» счета 62 «Расчеты с покупателями и заказчиками» по каждому объекту учета.

Если условиями заключенного договора строительного подряда определено, что заказчик принимает у подрядчика работы по мере их готовности либо по мере завершения отдельных этапов работ, то переход права собственности и формирование финансового результата осуществляют по мере выполнения работ и подписания акта приемки выполненных работ по форме КС-2.

Необходимо отметить, что при больших объемах работ, выполняемых в течение длительного периода времени, для отражения поэтапной оплаты выполненных работ может быть использован балансовый счет 46 «Выполненные этапы по незавершенным работам». Он предназначен для обобщения информации о законченных в соответствии с заключенными договорами этапах работ, имеющих самостоятельное значение. По дебету счета 46 «Выполненные этапы по незавершенным работам» учитывают стоимость оплаченных заказчиком законченных подрядчиком этапов работ, принятых в установленном порядке, в корреспонденции со счетом 90 «Продажи». Одновременно сумму затрат по законченным и принятым этапам работ списывают с кредита счета 20 «Основное производство» в дебет счета 90 «Продажи». Сумму поступивших от заказчиков средств в оплату законченных и принятых этапов показывают по дебету счетов учета денежных средств в корреспонденции с кредитом счета 62 «Расчеты с покупателями и заказчиками».

При завершении всех работ на объекте оплаченная заказчиком стоимость этапов, учтенная на счете 46 «Выполненные этапы по незавершенным работам», списывается в дебет счета 62 «Расчеты с покупателями и заказчиками». Стоимость полностью законченных работ, отраженная на счете 62 «Расчеты с покупателями и заказчиками», погашается за счет ранее полученных авансов и сумм, принятых от заказчика в окончательный расчет в корреспонденции с дебетом счетов учета денежных средств. Аналитический учет по счету 46 «Выполненные этапы по незавершенным работам» осуществляют по видам работ.

Таким образом, современные правила бухгалтерского учета позволяют заказчикам и подрядчикам самостоятельно выбирать форму расчетов за выполненные работы и определять методику формирования финансового результата. Причем эти методы в бухгалтерском и налоговом учете могут быть различными, что находит отражение в учетной политике заказчика и подрядной организации.

Заказчик за нарушение условий договора об оплате работ несет материальную ответственность. Статьей 395 ГК РФ установлена ответственность за неисполнение денежного обязательства. Так, в соответствии с этой статьей, за пользование чужими денежными средствами вследствие их неправомерного удержания, уклонения от их возврата, иной просрочки в их уплате либо неосновательного получения или сбережения за счет другого лица подлежит уплата процентов на сумму этих средств. Размер процента для юридических лиц определяют учетной ставкой Центрального банка РФ на день исполнения денежного обязательства или его соответствующей части. При взыскании долга в судебном порядке суд вправе удовлетворить требование кредитора исходя из учетной ставки банковского процента на день предъявления иска или на день вынесения решения. Эти правила применяют, если иной размер процентов не установлен законом или договором подряда. Проценты за пользование чужими средствами взимают по день уплаты суммы этих средств кредитору, если законом, иными правовыми актами или договором не установлен для исчисления процентов более короткий срок.

Если убытки, причиненные кредитору неправомерным пользованием его денежными средствами, превышают сумму начисленных процентов, он вправе требовать от должника возмещения убытка в части, превышающей эту сумму. Следовательно, в случае несвоевременной оплаты работ по договору строительного подряда заказчик обязан уплатить подрядчику проценты, предусмотренные ст. 395 ГК РФ.

Следует отметить, что стороны в договоре строительного подряда вправе самостоятельно предусмотреть выплату неустойки за несвоевременную оплату работ заказчиком и ее размер в порядке, предусмотренном ст. 330–333 ГК РФ. По требованию об уплате неустойки кредитор не обязан доказывать должнику причинение ему убытков.

Контрольные вопросы

1. В каких документах отражают расходы на государственные инвестиции?
2. Назовите порядок и условия предоставления средств на безвозмездной основе.
3. В каком порядке формируют перечень строек и объектов для федеральных государственных нужд?

4. Приведите условия и порядок выдачи бюджетного кредита юридическим лицам на финансирование инвестиционных проектов.
5. Раскройте порядок финансирования капиталовложений за счет собственных средств.
6. Перечислите возможные формы расчетов в строительстве.
7. В каких документах находит отражение стоимость работ, выполненных подрядчиком и принятых к оплате заказчиком?
8. Какова ответственность заказчика за нарушение условий договора об оплате работ?

8.3. Долгосрочное кредитование капитальных вложений

Коммерческие банки, располагающие достаточно крупным капиталом, имеют возможность предоставлять предприятиям-заемщикам долгосрочные кредиты на срок свыше одного года. Подобные кредиты выдают заемщикам на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующего производства.

Банковский кредит в качестве инвестиционного ресурса выступает таковым в том случае, если обеспечивает расширенное воспроизводство основного капитала заемщика. Поэтому границы инвестиционной деятельности банков неизбежно связаны с производством, поскольку в нем заложено обязательное условие — достижение цели инвестирования (получение прибыли или иного полезного эффекта) и обеспечение прироста вложенных средств.

Инвестиционное кредитование выражает целевое предоставление средств заемщикам для реализации проектов, обеспечива-ющих достижение конкретных целей получателей кредита. Источником погашения последнего являются денежные потоки от текущей (операционной) деятельности ссудополучателя, а также чистые денежные поступления, генерируемые проектом. Поэтому инвестиционное кредитование обычно отличают от банковского кредитования как такового в силу специфики его экономической природы и роли в хозяйственном обороте заемщика, особенностей его ресурсного, организационного, информационного и аналитического обеспечения.

Для инвестиционного кредитования проектов характерны следующие особенности:

- отсутствие четкого разделения риска между кредитором и заемщиком. Последний несет ответственность по всем проектным рискам;
- кредитор (банк) сохраняет право полной компенсации всех обязательств заемщика;
- банк-кредитор не участвует в распределении прибыли предприятия-засмщика;
- права и ответственность сторон по кредитной сделке регулируют кредитным договором, заключенным между равноправными партнерами – банком и предприятием-ссудополучателем.

Преимущество кредитного метода финансирования капиталовложений по сравнению с бюджетным связано, прежде всего, с возвратностью средств. Такая возвратность предполагает взаимосвязь между фактической окупаемостью капитальных затрат и возвратностью долгосрочного кредита в сроки, определенные кредитным договором между заемщиком и банком. Несмотря на очевидные преимущества по сравнению с безвозвратным бюджетным финансированием, долгосрочный кредит не получил широкого распространения в народном хозяйстве России из-за общей экономической нестабильности, высоких темпов инфляции, значительных процентных ставок, превышающих уровень доходности многих предприятий, ограниченности ресурсной базы у большого числа коммерческих банков.

Многие хозяйствующие субъекты не имеют доступа к кредитным ресурсам банков из-за убыточности текущей (операционной) деятельности. По данным Госкомстата России, доля убыточных средних и крупных предприятий составляла: на конец 1995 г. – 34,2%; на конец 2000 г. – 39,8%; на конец 2003 г. – 43,0%; на конец 2004 г. – 35,8%. Поэтому удельный вес кредитного финансирования капиталовложений невелик и колеблется в пределах 5–8%.

Среди ключевых проблем, препятствующих укреплению и нормальному функционированию банковской системы в реальном секторе экономики, можно назвать следующие.

1. В последние годы происходило заметное увеличение выданных различным заемщикам кредитов, которые погашались

клиентами с большим запозданием (просроченные кредиты) либо по разным причинам вообще не возвращались (пролонгировались). В результате значительный объем банковских активов был обесценен.

2. Многие банки были созданы крупными предприятиями или финансово-промышленными группами и тесно с ними связаны. Поэтому банковскую политику в системе ФПГ проводят исходя из интересов участников группы и не учитывают потребности в кредитных ресурсах других заемщиков. В случае предоставления кредита сторонним ссудополучателям он выдается им на менее выгодных условиях, чем участникам группы.

Кредитование реального сектора экономики в индустриально развитых странах традиционно является более рентабельным видом деятельности, чем расчетно-кассовое обслуживание клиентов. Большинство кредитных организаций России предпочитают ограничивать свои взаимоотношения с клиентами менее доходными, но и менее рисковыми расчетными, кассовыми, фондовыми и валютными операциями, так как риски долгосрочных промышленных инвестиций остаются очень высокими.

Относительно более благоприятная ситуация характерна только для экспортных отраслей и финансово-промышленных групп. По мере стабилизации хозяйственной системы, снижения темпов инфляции и ставки рефинансирования Центрального банка России, преодоления убыточности многих предприятий, доля долгосрочного кредита в финансовом обеспечении капиталовложений будет заметно повышаться.

Определение потребности в долгосрочном кредите крупные заемщики осуществляют задолго до фактического привлечения средств. На основе кредитных заявок предприятий банки устанавливают возможный спрос на кредит в различные периоды года, рассчитывают объемы и сроки ссуд, а также сумму требуемых ресурсов. В тех случаях, когда заявки превышают предел ресурсов, банки стоят перед выбором: либо заключить взаимовыгодные соглашения с банками-корреспондентами, которые возьмут на себя часть кредитов, либо отказать клиентам в выдаче ссуд и нарушить тем самым свои партнерские отношения с ними.

Долгосрочные кредиты выгодны предприятиям всех форм собственности. Их можно рассматривать как приоритетный способ внешнего финансирования капитальных вложений предприятий при дефиците у последних собственных средств. Заемщик имеет возможность получить долгосрочный кредит на более выгодных условиях, чем при выпуске и реализации на финансовом рынке корпоративных облигаций. При необходимости отдельные условия кредита могут быть изменены по договоренности сторон в более короткие по сравнению с облигационными займами сроки. Заемщик может использовать долгосрочный кредит, планируя погасить его через несколько лет за счет поступлений от облигационного займа, выигрывая на разнице в процентных ставках. В случае привлечения долгосрочного кредита, по сравнению с размещением на фондовом рынке собственных ценных бумаг, у заемщика отпадают расходы, связанные с регистрацией, гарантированием размещения и реализацией эмиссионных ценных бумаг на фондовом рынке.

Порядок предоставления, оформления и погашения долгосрочных кредитов (на срок свыше одного года) регулируют гл. 42 «Заем и кредит» и 45 «Банковский счет» ГК РФ, правилами банков и кредитными договорами с клиентами.

В кредитном договоре предусматривают следующие условия:

- объем выдаваемой ссуды;
- сроки и порядок ее использования;
- процентные ставки и другие выплаты по кредиту;
- обязанности и экономическую ответственность сторон;
- формы обеспечения обязательств (залог ликвидного имущества или имущественных прав должника; безотзывные гарантии со стороны юридических лиц, имеющих средства, достаточные для погашения кредита; размещение у банка-заимодавца валютного или рублевого депозита; страхование кредита);
- перечень документов, предоставляемых банку для оформления кредита.

При установлении сроков и периодичности погашения кредита банк принимает во внимание:

- окупаемость проекта за счет чистых денежных поступлений (чистой прибыли и амортизационных отчислений, генерируемых проектом);

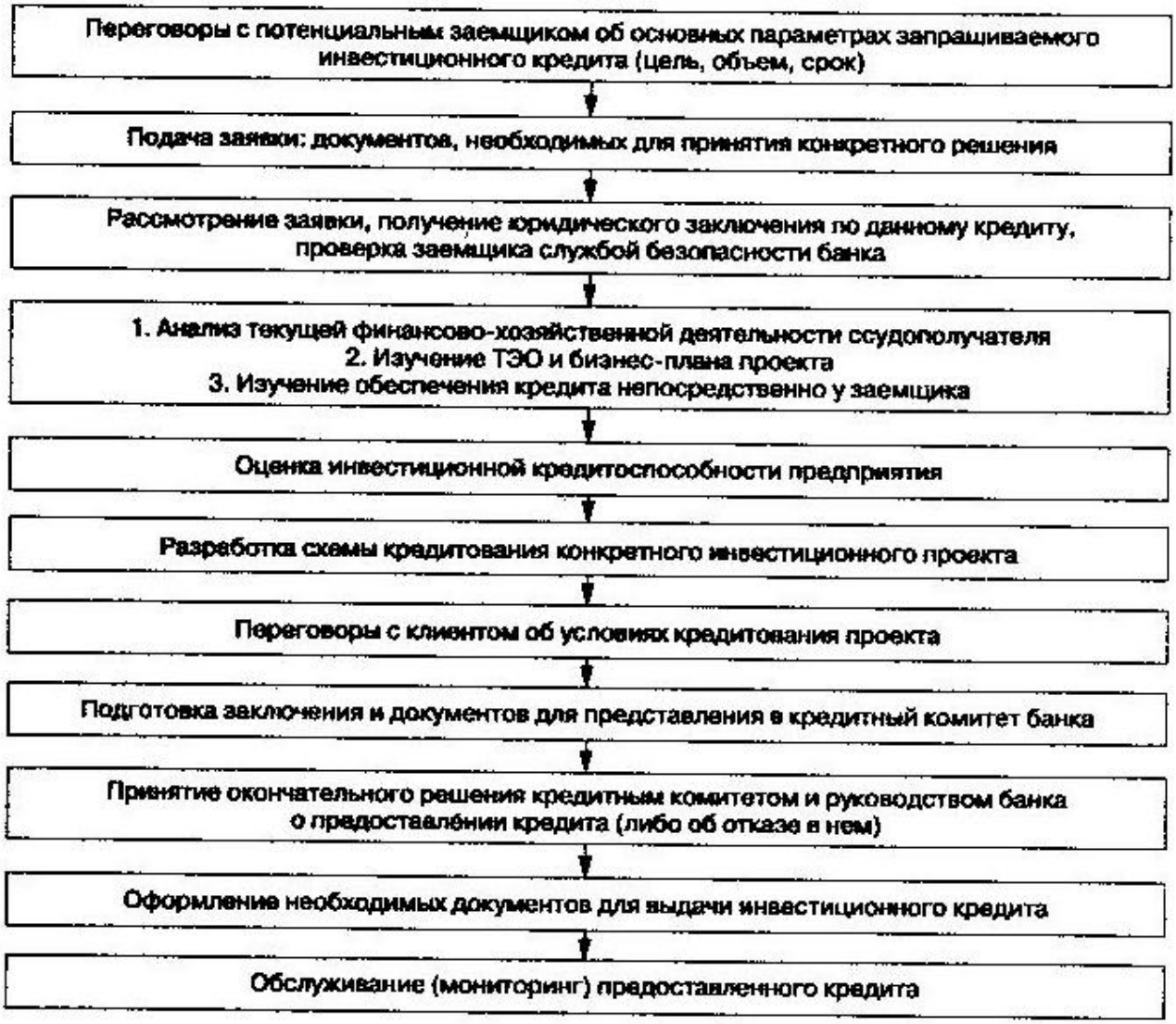

Рис. 8.1. Технология предоставления долгосрочного (инвестиционного) кредита клиенту коммерческого банка

- платежеспособность и ликвидность баланса ссудополучателя;
- уровень кредитного риска;
- возможность ускорения оборачиваемости кредитных ресурсов;
- степень финансовой реализуемости проекта на основе составления отчета о движении денежных средств как самого проекта, так и предприятия в целом с учетом реализации данного проекта.

Для получения долгосрочного кредита заемщик представляет банку документы, характеризующие его надежность и финансовую устойчивость:

- бухгалтерский баланс на последнюю отчетную дату;

- отчет о прибылях и убытках;
- технико-экономические обоснования и расчеты к ним, подтверждающие эффективность и окупаемость капитальных затрат по кредитуемым мероприятиям и проектам;
- договор строительного подряда и др.

Схема процедур, необходимых для выдачи инвестиционного кредита клиенту банка, представлена на рис. 8.1.

Сумму полученного кредита в рублях зачисляют на расчетный или на специальный счет в банке или на валютный счет (при получении его в иностранной валюте).

За счет долгосрочного кредита могут быть оплачены проектно-изыскательские и строительно-монтажные работы, поставки оборудования и других ресурсов для строительства объекта.

Возврат заемных средств по вновь начинаемым стройкам и объектам начинают после ввода их в эксплуатацию в сроки, установленные договорами. По объектам, возводимым на действующих предприятиях, возврат кредита начинают после сдачи их в эксплуатацию. Проценты за пользование кредитными ресурсами начисляют с даты их предоставления в соответствии с заключенными договорами между предприятиями и банками.

Погашение процентов за пользование заемными средствами осуществляют:

1) по вновь начинаемым стройкам и объектам — после сдачи их в эксплуатацию в сроки, определенные кредитными договорами;
2) по объектам, сооружаемым на действующих предприятиях, — ежемесячно с даты получения этих средств.

Следует отметить, что в процессе выдачи долгосрочного кредита заемщик оформляет обязательство о погашении ссуды по предъявлении. После утверждения акта приемки-передачи объекта в эксплуатацию или внедрения кредитуемого мероприятия в производство задолженность по предоставленному кредиту оформляют обязательствами на конкретные месячные или квартальные сроки погашения в пределах периода, на который выдана ссуда.

Сроки определяют исходя из периода окупаемости капитальных затрат, финансовой устойчивости и платежеспособности заемщика,



Рис. 8.2. Методы снижения кредитно-инвестиционных рисков в банках

кредитного риска и других условий, которые сложились между партнерами по кредитному договору.

В процессе инвестиционного кредитования банки подвергаются кредитному риску невозврата основной суммы долга и процентов по нему.

Основные методы нейтрализации кредитного риска представлены на рис. 8.2.

Для осуществления последующего контроля за выполнением условий кредитного договора и договора залога специалисты банка проверяют целевое использование кредита, его обеспечение (включая наличие предметов залога), своевременность погашения кредита и начисления процентов по нему. В случае несоблюдения сроков строительства и неэффективного использования выданного кредита банк применяет к заемщику экономические санкции, предусмотренные в кредитном договоре.

Банк вправе обратиться в арбитражный суд с заявлением о возбуждении производства по делу о несостоятельности (банкротстве) в отношении должника, не исполняющего свои обязательства по погашению задолженности по предоставленному кредиту.

Учет операций по предоставленным заемным средствам предприятие ведет на счете 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам». Суммы полученных долгосрочных кредитов показывают по кредиту этого счета и дебету счетов: 51 «Расчетные счета», 52 «Валютные счета», 60 «Расчеты с поставщиками и подрядчиками» и др. Причитающиеся по полученным кредитам проценты к уплате отражают по кредиту счета 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» в корреспонденции с дебетом счета 91 «Прочие доходы и расходы». Начисленные суммы процентов учитывают отдельно. На сумму погашенных долгосрочных кредитов дебетуют счет 67 «Расчеты по долгосрочным кредитам и займам» в корреспонденции с кредитом счетов по учету денежных средств. Кредиты, не оплаченные в срок, учитывают обособленно.

Аналитический учет по долгосрочным кредитам осуществляют по видам кредитов и банкам, которые их предоставили.

Детальный учет операций по долгосрочному кредитованию капитальных вложений ведут в порядке, предусмотренном Положением по бухгалтерскому учету от 02.08.2001 г. «Учет займов и кредитов и затрат по их обслуживанию» (ПБУ 15/01).

Для активизации инвестиционной деятельности банков в сфере долгосрочного кредитования капитальных вложений целесообразно:

- увеличение ресурсной базы банков и повышение качества управления инвестиционным кредитованием;
- снижение доходности вложений в государственные ценные бумаги;
- укрупнение коммерческих банков посредством поглощений и слияний и повышение их внутренней финансовой устойчивости;
- развитие проектного кредитования крупных инвестиционных проектов с целью распределения кредитных рисков между несколькими кредиторами;
- более широкое использование лизинговых схем кредитования, рассматриваемых как один из методов обеспечения кредита залогом реального имущества;

- приток иностранных инвестиций как способ удешевления инвестиционного кредита для отечественных предприятий, а также как один из вариантов развития совместного финансирования реальных проектов в промышленности и других отраслях национального хозяйства.

Контрольные вопросы

1. Назовите преимущества кредитного метода финансирования капиталовложений по сравнению с бюджетным.
2. Приведите условия предоставления кредита, предусматриваемые в кредитном договоре между заемщиком и банком.
3. Перечислите документы, предоставляемые банку для получения инвестиционного кредита.
4. Охарактеризуйте технологию предоставления инвестиционного кредита клиенту коммерческого банка.
5. Назовите методы управления рисками банков при инвестиционном кредитовании.
6. Сформулируйте процедуру последующего контроля банка за выполнением условий кредитного договора.
7. В каком порядке предприятие учитывает операции, связанные с инвестиционным кредитованием?

8.4. Инвестиционный налоговый кредит

Инвестиционный налоговый кредит выражает изменение срока уплаты налога, при котором предприятию предоставляют возможность в течение фиксированного срока и в определенных пределах понижать свои платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов. Порядок и условия предоставления кредита определены Налоговым кодексом РФ. Такой кредит может быть выдан по налогу на прибыль (доход) организации, а также по региональным и местным налогам на срок от одного года до пяти лет. Предоставление кредита оформляют договором между организацией и финансовым органом субъекта РФ.

Организация, получившая инвестиционный налоговый кредит, вправе понижать платежи по соответствующему налогу в течение срока действия договора. Уменьшение производят по каждому платежу соответствующего налога, по которому предоставлен инвестиционной налоговый кредит, за каждый отчетный период до того момента, пока сумма, не уплаченная организацией в результате всех таких уменьшений (накопленная сумма кредита), не станет равной сумме кредита, определенной конкретным договором.

Если организацией заключено более одного договора об инвестиционном налоговом кредите, срок действия которого не истек к моменту очередного платежа по налогу, то накопленную сумму кредита определяют отдельно по каждому из этих договоров. Увеличение накопленной суммы кредита производят вначале в отношении первого по сроку заключения договора, а при достижении накопленной суммой кредита размера, определенного указанным договором, организация вправе увеличивать накопленную сумму кредита по следующему договору.

Суммы, на которые понижают платежи по налогу, не могут превышать 50% от общей суммы причитающихся платежей по данному налогу. Если организация получила убытки по результатам отдельных отчетных периодов в течение налогового периода либо убытки в течение всего налогового периода, то излишне накопленную сумму кредита по итогам налогового периода переносят на следующий налоговый период и признают накопленной суммой кредита в первом отчетном периоде нового налогового периода.

Инвестиционный налоговый кредит предоставляют налогоплательщику соответствующего налога при наличии хотя бы одного из следующих условий:

1) Проведение организацией научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ либо технического перевооружения действующего производства, в том числе направленного на создание рабочих мест для инвалидов или защиту окружающей среды от загрязнения промышленными отходами;

2) Выполнение данной организацией особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставлению особо важных услуг населению;

3) Осуществление этой организацией внедренческой или инновационной деятельности, в том числе создание новых или совершенствование применяемых технологий, создание новых видов сырья или материалов.

В случае проведения организацией НИОКР данный кредит должен составлять не более 30% от стоимости приобретаемого оборудования, используемого для осуществления научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ. Основания для получения инвестиционного налогового кредита должны быть документально подтверждены заинтересованной организацией.

Этот кредит предоставляют на основании заявления и оформляют договором между соответствующим уполномоченным органом и заемщиком. Решение о предоставлении организации инвестиционного налогового кредита уполномоченный орган (по согласованию с финансовым органом) принимает в течение одного месяца со дня получения заявления от заемщика. Наличие у организации одного или нескольких договоров об инвестиционном налоговом кредите не может служить препятствием для заключения с этой организацией другого договора по иным основаниям.

Договор об инвестиционном налоговом кредите должен содержать следующую информацию:

- порядок снижения налоговых платежей;
- сумму кредита (с указанием налога, по которой организации предоставлен инвестиционный налоговый кредит);
- срок действия договора;
- порядок погашения суммы кредита и начисленных процентов;
- начисляемые на сумму кредита проценты;
- документы об имуществе, которое выступает предметом залога, либо поручительство;
- ответственность сторон;
- другие сведения (в частности, положения, запрещающие заемщику в течение срока действия договора реализовывать или передавать во владение, пользование или распоряжение другим лицам имущество, которое явилось условием для выдачи кредита).

Не допускается устанавливать проценты на сумму кредита по ставке менее 1/2 и превышающей 3/4 ставки рефинансирования Центрального банка России.

Копию договора организация-заемщик предоставляет в налоговый орган в пятидневный срок со дня его заключения. Действие договора об инвестиционном налоговом кредите может быть досрочно прекращено по соглашению сторон или решению суда.

Контрольные вопросы

1. Каковы порядок и условия предоставления инвестиционного налогового кредита?
2. Раскройте содержание договора об инвестиционном налоговом кредите.
3. В каких случаях может быть досрочно прекращено действие договора об инвестиционном налоговом кредите?

8.5. Финансирование ремонта основных средств

Ремонт служит одной из форм восстановления (воспроизводства) основных средств (фондов, которые изнашиваются и утрачивают со временем свои эксплуатационные качества). Под ремонтом понимают комплекс операций по восстановлению исправности технических средств или их составных частей с учетом использования возможностей улучшения их параметров (производительности, мощности, надежности).

По данным Госкомстата РФ, затраты на ремонт основных средств ежегодно составляют 10–12% от общих издержек предприятий на производство продукции.

В соответствии с принятой в России методологией ремонт зданий, сооружений, машин, оборудования и других элементов основного капитала систематизируют на капитальный и текущий. Промежуточное положение между ними занимает средний ремонт с периодичностью свыше одного года.

Капитальный ремонт выполняют с целью восстановления исправности ресурса инвентарного объекта с заменой или восстановлением любых его частей, включая базовые. При этом, как правило, производят

полную разборку машины или станка, контроль технического состояния, восстановление деталей и узлов, сборку, регулировку и испытание. Эти работы осуществляют с учетом использования возможностей улучшения технических параметров ремонтируемого оборудования.

Средний ремонт производят для достижения исправности и частичного восстановления ресурса инвентарного объекта с заменой или восстановлением составных частей ограниченной номенклатуры и контролем технического состояния этих составных частей, выполняемым в объеме, предусмотренном сметно-технической документацией. Текущий ремонт производят для обеспечения или восстановления работоспособности объекта, он состоит в замене и/или восстановлении отдельных его частей (деталей, узлов).

Исходя из способа организации и принятого на предприятии порядка проведения ремонты классифицируют по следующим признакам:

1) Плановый ремонт выполняют в соответствии с требованиями системы технического обслуживания и ремонта, разработанной на данном предприятии, через установленное число часов оперативного времени, отработанных оборудованием, или при достижении установленного нормами технического состояния;
2) Неплановый ремонт осуществляют без предварительного назначения, по потребности;
3) Регламентируемый ремонт выполняют независимо от технического состояния машин и оборудования с периодичностью и в объеме, определенном в эксплуатационном документе (например, в техническом паспорте);
4) Ремонт по техническому состоянию выполняют исходя из контроля технического состояния машин и оборудования с периодичностью и объемом, установленными нормативно-технической документацией.

Ремонт производственных зданий и сооружений представляет собой комплекс технических мероприятий, направленных на поддержание или восстановление первоначальных эксплуатационных качеств как здания или сооружения в целом, так и их отдельных конструктивных элементов (конструкций). Его систематизируют на капитальный или текущий.

Предприятие самостоятельно разрабатывает план капитального ремонта основных средств на предстоящий год (с поквартальной разбивкой показателей в физическом и стоимостном выражении), графики проведения ремонтных работ по отдельным инвентарным объектам, дефектные ведомости и сметы затрат. Базой для составления такого плана служит сметно-техническая документация, в которой учитывают действующие нормы, цены и тарифы. План капитального ремонта и сметно-техническую документацию утверждает руководитель предприятия. План капитального ремонта является основанием для финансирования ремонтных работ.

Учет затрат на проведение капитального ремонта организуют по отдельным объектам или однородным группам основных средств. При этом исходят из технологии ремонтных работ. При капитальном ремонте оборудования и транспортных средств производят полную разборку агрегата, ремонт базовых и корпусных деталей и узлов, замену и восстановление всех изношенных деталей и узлов на новые и более экономичные, улучшающие эксплуатационные возможности ремонтируемых объектов. При разборке могут быть получены пригодные для дальнейшего использования материалы, запасные части и другие материальные ценности. Они должны быть оприходованы, оценены и отражены в бухгалтерском учете. В дальнейшем их можно использовать для ремонта основных средств.

Затраты на модернизацию и реконструкцию объектов основных средств после их окончания, если они улучшают ранее принятые нормативные показатели их функционирования (срок полезного использования, мощность, качество их применения и др.) и увеличивают первоначальную стоимость объекта, относят на добавочный капитал.

Учет затрат, связанных с модернизацией и реконструкцией объектов основных средств, осуществляют в порядке, установленном для капитальных вложений. В случае наличия у одного объекта нескольких частей, имеющих разный срок полезного использования, замену каждой такой части при восстановлении учитывают как выбытие и приобретение самостоятельной части.

Затраты по ремонту основных средств отражают в первичных документах по учету операций отпуска (расхода) материальных ценностей, начисления оплаты труда, задолженности поставщикам за выполненные работы по капитальному ремонту и иные расходы. Способ

отражения затрат по капитальному ремонту в издержках производства (обращения) зависит от способа осуществления ремонтных работ.

Так, при подрядном способе эти затраты показывают в бухгалтерском учете по дебету счета, на котором их собирают в корреспонденции с кредитом счетов по учету расчетов. При хозяйственном способе — по дебету счетов учета издержек производства (обращения) в корреспонденции с кредитом счетов произведенных затрат.

Приемку объектов по окончании капитального ремонта производят по акту приемки-сдачи отремонтированных объектов. При этом осуществляют контроль за правильным выполнением объемов и качеством ремонтных работ.

Для равномерного включения предстоящих расходов на ремонт основных средств в издержки производства (обращения) отчетного периода предприятие вправе создавать резерв расходов на капитальный ремонт (включая арендованные основные средства). При формировании данного резерва в производственные издержки включают сумму отчислений, определенную исходя из сметной стоимости ремонта. Например, годовая смета затрат на ремонтные работы составляет 8,4 млн руб., тогда ежемесячная сумма резервирования будет равна 0,7 млн руб. (8,4 млн руб./12 мес.).

При инвентаризации резерва расходов на ремонт основных средств (включая арендованные объекты) излишне зарезервированные суммы в конце года (заключительными оборотами декабря) сторнируют. В случаях, когда окончание ремонтных работ по объекту планируют в следующем году, остаток не использованного переносят на будущий год. По окончании ремонта излишне начисленную сумму резерва относят на финансовый результат отчетного периода.

Затраты на ремонт арендованных (сданных в аренду) основных средств, осуществляемые в соответствии с условиями договора за счет средств:

- арендодателя — учитывают в общем порядке, установленном для отражения затрат на ремонт, и списывают в дебет счета учета финансовых результатов;
- арендатора — включают в себестоимость продукции (работ и услуг).

Затраты на технический осмотр и уход, а также поддержание объектов основных средств в рабочем состоянии включают в издержки по обслуживанию производственного процесса. Затраты на восстановление объекта основных средств показывают в бухгалтерском учете того отчетного периода, к которому они относятся.

В отличие от бухгалтерского, в налоговом учете расходы на ремонт основных средств, произведенные налогоплательщиком, рассматривают как прочие расходы и признают для целей налогообложения в том налоговом периоде, в котором они были осуществлены.

Выдача авансов подрядчикам, оплата ремонтных работ при подрядном способе их производства осуществляются с расчетного счета предприятия при наличии заключенного с подрядчиком договора, сметно-технической документации и акта приемки выполненных работ. Расчеты за выполненные ремонтно-строительные работы можно осуществлять по конструктивным элементам (проценту технической готовности этих элементов), по отдельно оговоренным договором этапам работ или после завершения всех работ по договору.

Контрольные вопросы

1. Назовите виды и характерные особенности ремонта основных средств.
2. Каков порядок формирования резерва расходов на ремонт основных средств?
3. Каков порядок отражения расходов на капитальный ремонт в издержках производства (обращения)?
4. Охарактеризуйте методику отражения затрат на ремонт арендованных основных средств.
5. Перечислите особенности отражения расходов на ремонт в налоговом учете предприятия-налогоплательщика.

8.6. Финансирование инвестиций в нематериальные активы

Достижение высоких темпов и качества экономического развития, повышение конкурентоспособности продукции предприятий предполагает ускоренное развитие инновационной составляющей

промышленной политики. Увеличение конкурентоспособности связано с активизацией инновационных процессов — внедрением в производство новых технологий, включая ресурсосберегающие, и расширением выпуска инновационной продукции, имеющей лучшие потребительские свойства и способной успешно конкурировать на внутреннем и внешнем рынках с зарубежными аналогами.

Долгосрочные инвестиции в нематериальные активы предназначены для расширения научно-технического потенциала предприятий. Они принадлежат им на праве собственности и способны приносить доход.

Характерные особенности нематериальных активов:

- отсутствие материально-вещественной (физической) формы;
- использование в производстве продукции (работ, услуг) либо для управленческих нужд;
- возможность идентификации (отделения, выделения) от другого имущества предприятия;
- использование в течение длительного времени (продолжительностью свыше одного года);
- нецелесообразность дальнейшей перепродажи этих активов;
- способность приносить предприятию экономическую выгоду (доход) в будущем;
- наличие надлежащим образом оформленных документов, подтверждающих наличие данных активов и исключительных прав у предприятия на результаты интеллектуальной деятельности (патента, промышленного образца, свидетельства, товарного знака).

К нематериальным активам, в частности, относят:

- исключительное право патентообладателя на изобретения, промышленные образцы, полезные модели;
- исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных и др.;
- имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегрированных микросхем;
- исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров;

- исключительное право патентообладателя на селекционные достижения;
- владение ноу-хау, секретной формулой или процессом, информацией в отношении промышленного, коммерческого или научного опыта;
- деловая репутация фирмы, организационные расходы по образованию юридического лица и пр.

Не относят к нематериальным активам:

- не дающие положительного результата научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы;
- интеллектуальные и деловые качества работников предприятия, их квалификацию и способность к труду.

Нематериальные активы могут поступать на предприятие различными способами:

- посредством приобретения за плату у юридических и физических лиц;
- в счет взносов в уставный (складочный) капитал;
- посредством безвозмездной передачи от других юридических лиц и граждан;
- путем возврата нематериальных активов, внесенных в качестве вклада по договору простого товарищества, и др.

Нематериальные активы принимают к бухгалтерскому учету по первоначальной стоимости. Стоимость этих активов, приобретенных за плату, определяют как сумму всех фактических расходов на их приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов, установленных Налоговым кодексом РФ. Первоначальную стоимость этих активов, созданных самим предприятием, определяют как сумму фактических затрат на их создание и изготовление, за исключением косвенных налогов, возмещаемых из бюджетного фонда. Не включают в фактические затраты на приобретение и создание этих активов общехозяйственные и другие аналогичные расходы, кроме случаев, когда они связаны с приобретением нематериальных активов.

Стоимость нематериальных активов, по которой они приняты к бухгалтерскому учету, изменению не подлежит, кроме случаев, определенных законодательством РФ. Оценку нематериальных активов, стоимость которых при приобретении выражена в иностранной валюте, осуществляют в рублях путем пересчета иностранной валюты по курсу Центрального банка России, действующему на дату их приобретения.

Данные активы могут выбывать с предприятия вследствие:

- продажи (реализации);
- списания по причине нецелесообразности дальнейшего использования;
- вложения в уставный (складочный) капитал других предприятий;
- безвозмездной передачи;
- вклада в совместную деятельность по договору простого товарищества.

Источники финансирования приобретения нематериальных активов следующие:

- амортизационные отчисления, поступающие в состав выручки от реализации продукции (работ, услуг) на расчетный счет предприятия;
- чистая прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия после налогообложения;
- кредиты коммерческих банков;
- средства, поступающие с фондового рынка от размещения эмиссионных ценных бумаг предприятия-эмитента, и др.

Стоимость нематериальных активов погашают посредством их амортизации, которую начисляют одним из следующих способов:

- линейным способом;
- способом понижаемого остатка;
- способом списания стоимости пропорционально объему продукции (работ).

Применение одного из способов по группе однородных инвентарных объектов допускают в течение всего срока их полезного исполь-

зования. В течение этого срока начисление амортизации не приостанавливают, кроме случаев консервации предприятия.

Срок полезного использования определяют при принятии объектов к бухгалтерскому учету. По инвентарным объектам, по которым невозможно установить срок полезного использования, нормы амортизации принимают в расчете на двадцать лет (в налоговом учете на десять лет), но не более срока деятельности предприятия.

Амортизационные отчисления по нематериальным активам начисляют с первого числа месяца, следующего за месяцем принятия инвентарных объектов к бухгалтерскому учету, и начисляют до полного погашения стоимости этих объектов либо выбытия их с бухгалтерского учета в связи с утратой предприятием исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности. Амортизационные отчисления по данным активам прекращают с первого числа месяца, следующего за месяцем полного погашения стоимости этих объектов или списания их с бухгалтерского учета. Амортизационные отчисления показывают в бухгалтерском учете того отчетного периода, к которому они относятся. Их начисляют независимо от финансовых результатов деятельности предприятия в отчетном периоде. Доходы и расходы от списания нематериальных активов относят на финансовые результаты предприятия.

Исходя из порядка отражения объектов нематериальных активов в бухгалтерском учете, основным источником их приобретения являются амортизационные отчисления, поступающие в составе выручки от продажи товаров (работ, услуг). Знание указанных положений позволяет финансистам предприятий управлять инвестициями в нематериальные активы и источниками их финансирования.

Конечный эффект от использования этих активов выражается в общих результатах хозяйственной деятельности предприятия:

- снижении затрат на производство и сбыт продукции (работ, услуг);
- увеличении объема продаж и прибыли за отчетный период по сравнению с базисным;
- укреплении финансовой устойчивости и платежеспособности.

Следовательно, в основу управления динамикой нематериальных активов следует положить приоритетный принцип: темпы роста

объема продаж и прибыли в любом случае должны опережать темпы роста нематериальных активов за расчетный период (квартал, год). Доходность нематериальных активов за период может быть существенно повышена за счет ускорения их оборачиваемости и увеличения рентабельности объема продаж. Оба фактора удается привести в действие через позитивное влияние нематериальных активов на качество продукции, расширение рынков сбыта, снижение затрат всех видов ресурсов.

Контрольные вопросы

1. Раскройте характерные особенности нематериальных активов.
2. Приведите состав данных активов.
3. Охарактеризуйте содержание понятия «деловая репутация предприятия».
4. Назовите источники финансирования инвестиций в нематериальные активы.
5. Каковы основные пути поступления этих активов на предприятие?
6. Каковы причины выбытия данных активов?
7. Охарактеризуйте методику начисления амортизации по нематериальным активам.

Глава 9
Новые формы инвестирования в основной капитал

Прочитав материал данной главы, вы сможете:

- ознакомиться с применением технологии финансового лизинга как источника финансирования капитальных вложений;
- раскрыть особенности проектного финансирования;
- охарактеризовать процедуру финансирования долгосрочных инвестиций на основе эмиссии корпоративных облигаций;
- изучить практику финансирования капитальных вложений на основе соглашений о разделе продукции;
- сформулировать содержание и роль венчурного (рискового) финансирования инновационных проектов.

9.1. Финансовая аренда (лизинг) как метод финансирования капитальных вложений

Лизинг как альтернативная форма финансирования долгосрочных инвестиций получает все большее распространение в народном хозяйстве современной России. Понятие «финансовая аренда (лизинг)» закреплено в ст. 665 ГК РФ, где и дано его определение: «По договору финансовой аренды (договору лизинга) арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им продавца и предоставить арендатору это имущество во временное владение и пользование для предпринимательских

целей. Арендодатель в этом случае не несет ответственности за выбор предмета аренды и продавца».

Арендодатель самостоятельно приобретает имущество для арендатора и уведомляет продавца, что оно предназначено для передачи в аренду определенному лицу. Если иное не предусмотрено договором финансовой аренды, продавец непосредственно передает арендатору имущество в месте его нахождения. Арендатор вправе предъявить продавцу имущества требования в отношении его качества и комплектности, сроков поставки и в других случаях ненадлежащего исполнения договора продавцом. ГК РФ предоставляет в этом случае односторонние преимущества арендодателю, поскольку арендатор не может расторгнуть договор купли-продажи с продавцом без согласия арендодателя. Такое право он получает только в случае, когда имущество, являющееся предметом договора финансовой аренды, не передано арендатору (по вине арендодателя) в указанный в этом договоре срок, а если в договоре подобный срок не определен — в иной разумный срок.

В ст. 670 ГК РФ уточняют трехсторонние отношения участников сделки: «В отношениях с продавцом арендатор и арендодатель выступают как солидарные кредиторы». При солидарности требования любой из солидарных кредиторов вправе предъявить требование к должнику в полном объеме, что вытекает из ст. 326 ГК РФ.

Если ответственность за выбор продавца возложена на арендодателя, то арендатор вправе по своему выбору предъявить требования, вытекающие из договора купли-продажи, как непосредственно продавцу имущества, так и арендодателю, которые несут солидарную ответственность. Однако ГК РФ не уточняет, в какой форме могут быть предъявлены такие требования и как они будут реализованы на практике — путем обращения в арбитражный суд или в иной форме.

В Федеральном законе от 29.01.2002 г. № 10-ФЗ«О финансовой аренде (лизинге)» (вторая редакция) дано иное определение этого понятия, не совпадающее с приведенным в ГК РФ: «Лизинг — совокупность экономических и правовых отношений, возникающих в связи с реализацией договора лизинга, в том числе приобретением предмета лизинга».

Таким образом, по экономической природе лизинг выражает систему денежных отношений, связанных с передачей имущества во

временное пользование на основе его получения и последующей сдачи в долгосрочную аренду. В то же время лизинг — это вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга юридическим и физическим лицам за определенную плату на фиксированный срок и на согласованных условиях с правом выкупа имущества лизингополучателем.

Лизинговая деятельность — вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества с последующей передачей его в лизинг.

Договор лизинга — договор, в соответствии с которым арендодатель (лизингодатель) обязуется приобрести в собственность указанное арендатором (лизингополучателем) имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю данное имущество за плату во временное владение и пользование. Договором лизинга может быть установлено, что выбор продавца и приобретаемого имущества осуществляет лизингодатель.

Лизинговая сделка — это совокупность договоров, необходимых для реализации договора лизинга между лизингодателем, лизингополучателем и продавцом (поставщиком) предмета лизинга.

Такая сделка может включать в себя условия по оказанию дополнительных услуг лизингодателем лизингополучателю, а именно:

- приобретение у третьих лиц прав на интеллектуальную собственность (ноу-хау, прав на товарные знаки, марки, программное обеспечение и др.);
- приобретение у третьих лиц материальных ценностей, необходимых в период проведения монтажных (шефмонтажных) и пусконаладочных работ в отношении предмета лизинга, обучение персонала;
- послегарантийное обслуживание и ремонт предмета лизинга;
- подготовка производственных площадей и коммуникаций, услуги по проведению работ, связанных с установкой (монтажом) предмета лизинга;
- иные работы и услуги, без оказания которых невозможно использовать предмет лизинга.

Состав и стоимость данных услуг приводят в договоре лизинга.

Предметом лизинга может быть движимое и недвижимое имущество (здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое имущество). В качестве предмета лизинга могут выступать предприятия и иные имущественные комплексы. Предметом лизинга не могут быть земельные участки сельскохозяйственного назначения и иные природные объекты, а также имущество, которое федеральным законодательством запрещено для свободного обращения. Предмет лизинга, переданный во временное владение и пользование лизингополучателю, остается собственностью лизингодателя. Право владения и пользования предметом лизинга переходят к лизингополучателю в полном объеме, если договором лизинга не определены иные условия.

Для лизинга характерна противоречивая экономическая природа. С одной стороны, лизинг представляет собой вложение средств на возвратной основе в основной капитал предприятий. Предоставляя на определенный срок (свыше одного года) движимое и недвижимое имущество, собственник (лизингодатель) в установленное время получает его обратно, то есть проявляется действие принципов срочности и возвратности. За свою услугу он получает комиссионное вознаграждение, и тем самым реализуется принцип платности. Следовательно, по содержанию лизинг соответствует кредитным отношениям и приобретает признаки кредитной сделки. В то же время по форме, поскольку лизингодатель (заимодавец) и лизингополучатель (заемщик) имеют дело с капиталом не в денежной, а в товарной форме, лизинг внешне аналогичен реальным инвестициям. Основой любой лизинговой сделки служит финансовая, а правильнее — кредитная операция. Лизингодатель оказывает услугу лизингополучателю, так как последний приобретает имущество за полную стоимость и за счет периодических взносов по истечении определенного срока возмещает эту стоимость. Поэтому, исходя из финансовых отношений между лизингодателем и пользователем имущества, лизинг можно рассматривать как форму кредитования приобретения движимого и недвижимого имущества, альтернативную традиционному банковскому кредиту.

Таким образом, если квалифицировать лизинг как передачу имущества во временное пользование на условиях срочности, возвратности и платности, его можно характеризовать как товарный кредит в основной капитал предприятий. Поэтому в экономической интерпретации

лизинг — это кредит, предоставляемый лизингодателем лизингополучателю в форме передаваемого в пользование имущества. Субъектами кредитных отношений являются заимодавец (лизингодатель) и заемщик (лизингополучатель), а объектом кредита выступают отдельные элементы основного капитала предприятий.

Для практики современной России характерно, что при отсутствии налоговых льгот приобретение долгосрочных активов по лизингу часто дороже, чем с привлечением банковского кредита, так как лизингополучателю необходимо обеспечить дополнительный доход для лизингодателя. Поэтому часто возникает вопрос: что выгоднее, кредит или лизинг? Подобное сравнение можно осуществлять только при условии одинаковой доступности получения инвестиционного актива в кредит и по лизингу.

Крупные и средние компании индустриально развитых стран, являющиеся первоклассными заемщиками, как правило, не прибегают к услугам лизингодателей. Во-первых, законодательством разрешена ускоренная амортизация капитальных активов. Это нивелирует преимущества лизинга, так как возможно перенесение выплаты налога на прибыль на более поздние периоды. Во-вторых, для первоклассных клиентов банка вполне доступны долгосрочные кредиты на приобретение машин и оборудования с сопутствующими монтажными и иными работами. В данном случае соблюдается «золотое» банковское правило — капитальные активы должны финансироваться за счет долгосрочных обязательств. В-третьих, крупные корпорации не желают нести дополнительные расходы по содержанию финансовых посредников в лице лизинговых компаний.

Вместе с тем лизинг позволяет многим компаниям (особенно мелким) начать или расширить свой бизнес за счет внедрения новой техники, особенно при дефиците собственных средств и отсутствии кредитных возможностей. В развитии лизинга заинтересованы и производители машин и оборудования, так как он позволяет увеличить объем производства и продаж. Не случайно в странах ЕЭС на долю лизинга приходится 15–20%, а в США — 30–35% от общего объема капитальных вложений.

При лизинге право пользования имуществом отделяется от права собственности на него. Лизингодатель (собственник) сохраняет за собой право собственности на передаваемое в лизинг имущество,

тогда как право пользования им переходит к лизингополучателю. После завершения срока лизинга переданное в пользование имущество остается собственностью лизингодателя. Как правило, в лизинговом договоре предусматривают право лизингополучателя на приобретение объекта (по остаточной стоимости) после истечения срока договора, следовательно, и права собственности на него.

Субъектами лизинговых отношений являются:

1. Лизингодатель — юридическое или физическое лицо, которое за счет собственных или привлеченных средств приобретает в ходе реализации лизинговой сделки в собственность имущество и предоставляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю на условиях, определенных договором. Данное имущество может передаваться во временное владение и пользование с переходом или без перехода к лизингополучателю права собственности на предмет лизинга.
2. Лизингополучатель — юридическое или физическое лицо, которое в соответствии с договором лизинга обязано принять предмет лизинга за определенную плату, на фиксированный срок и на определенных условиях во временное владение и пользование.
3. Продавец (поставщик) — юридическое или физическое лицо, которое в соответствии с договором купли-продажи с лизингодателем продает последнему в обусловленный срок производимое (закупаемое) им имущество, которое является предметом лизинга. Продавец обязан передать предмет лизинга лизингодателю или лизингополучателю исходя из условий договора купли-продажи.

Любой из субъектов лизинговых отношений может быть резидентом РФ, нерезидентом, а также субъектом предпринимательской деятельности с участием иностранного инвестора.

Взаимоотношения между лизингодателем и лизингополучателем регулируют договором, заключаемым в письменной форме. Договор лизинга должен содержать следующие существенные положения:

- предмет договора (детальное описание объекта лизинга);
- обязанности сторон по договору;

- срок лизинга;
- передача имущества и его балансовый учет;
- право собственности и право использования имущества;
- страхование имущества;
- лизинговые платежи;
- бесспорное списание денежных средств;
- ответственность сторон;
- форс-мажор;
- арбитражный суд;
- прочие положения;
- прекращение договора;
- завершение сделки;
- действия сторон по завершении сделки;
- юридические адреса и банковские реквизиты сторон.

Наряду с договором лизинга участники лизинговой сделки вправе заключать с другими лицами обязательные и сопутствующие договоры. К обязательным договорам относят договор купли-продажи имущества. К сопутствующим — договор о привлечении денежных средств, договор-залог, договор поручительства, договор страхования предмета лизинга и др.

В договоре лизинга в обязательном порядке предусматривают обязательства, которые стороны считают бесспорным и очевидным нарушением обязательств, приводящим к прекращению действия договора и возврату предмета лизинга собственнику. Договор лизинга может предусматривать право лизингополучателя продлить срок лизинга с сохранением или изменением условий договора.

Основной целью управления лизингом с позиции привлечения лизингополучателем заемных средств является минимизация потока платежей по обслуживанию каждой сделки. На практике рекомендуют следующие этапы управления финансовым лизингом (рис. 9.1).

Лизинг подразделяют на внутренний и международный. При осуществлении внутреннего лизинга все его участники относятся к резидентам РФ. При международном лизинге его участники не являются резидентами РФ.

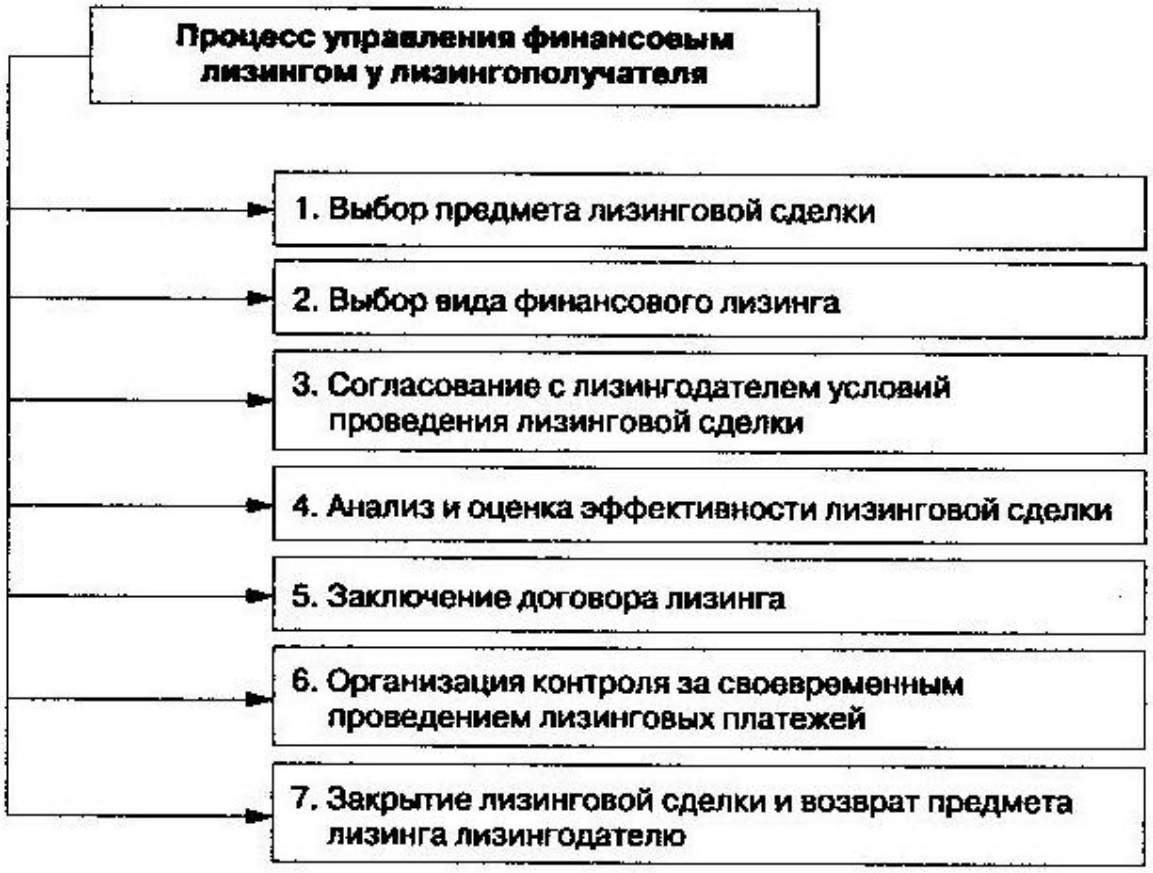

Рис. 9.1. Этапы (шаги) управления финансовым лизингом на предприятии

Исходя из состава участников (субъектов), лизинговые операции систематизируют так:

1) прямой финансовый лизинг, при котором собственник имущества (поставщик) самостоятельно сдает объект в аренду пользователю, минуя посредника (двухсторонняя сделка);
2) косвенный лизинг, когда передача имущества пользователю происходит через посредника (лизинговую компанию) и в данном случае имеет место трехсторонняя сделка (поставщик — посредник — пользователь).

Финансовый лизинг имеет ряд разновидностей: оперативный, лизинг с обслуживанием, леверидж-лизинг (возвратный), лизинг «в пакете» и др. Систематизация видов лизинга показана на рис. 9.2.

Оперативный лизинг — это лизинг, при котором лизингодатель закупает по своей инициативе имущество и передает его лизингополучателю в качестве предмета лизинга за определенную плату, на фиксированный срок и на заранее оговоренных условиях во

временное владение и пользование. Срок, на который имущество передают в лизинг, устанавливают на основании договора. По истечении срока его действия и при условии выплаты полной суммы лизинговых платежей предмет лизинга возвращают лизингодателю. При оперативном лизинге лизингополучатель не может требовать перехода права собственности на предмет лизинга. При этом предмет лизинга может быть передан в краткосрочную аренду неоднократно в течение полного срока его амортизации. Если предметом лизинга является недвижимое имущество, то оно подлежит государственной регистрации в установленном законодательством порядке.

Лизинг с обслуживанием представляет собой сочетание финансового лизинга с договором подряда и предусматривает оказание арендатору целого ряда услуг, связанных с содержанием и обслуживанием сданного в аренду оборудования.

Леверидж-лизинг (возвратная аренда) — частный случай прямого финансового лизинга. Его специфика заключается в том, что собственник имущества (поставщик) передает право собственности на него будущему лизингодателю на условиях договора купли-продажи, то есть продает это имущество. Одновременно поставщик вступает со своим партнером в лизинговые отношения в качестве



Рис. 9.2. Систематизация основных видов лизинга

пользователя данного имущества. В данном случае поставщик и лизингополучатель являются одним и тем же юридическим лицом. Поставщик выплачивает своему партнеру арендные платежи, включаемые в издержки производства, что понижает налогооблагаемую прибыль и создает у него эффект налоговой экономии (отсрочки уплаты налога). Данный вид финансового лизинга представляет интерес для российских предприятий, поскольку в условиях экономической нестабильности позволяет им успешнее решать свои финансовые проблемы.

Лизинг «в пакете» — метод финансирования предприятия, при котором недвижимое имущество предоставляют пользователю в кредит, а машины и оборудование передают по договору финансовой аренды.

При чистом лизинге ответственность за техническое обслуживание, ремонт и страхование имущества берет на себя лизингополучатель.

Сублизинг — особый вид экономических отношений, возникающих в связи с переуступкой прав пользования предметом лизинга третьему лицу, что оформляют договором сублизинга. При сублизинге лицо, осуществляющее сублизинг, принимает предмет лизинга у лизингодателя по договору лизинга и передает его во временное пользование лизингополучателю по договору сублизинга. Переуступка лизингополучателем третьему лицу своих обязательств по выплате лизинговых платежей не допускается. При передаче предмета лизинга в сублизинг обязательным условием является письменное согласие лизингодателя.

В инвестиционной практике США арендодатели предлагают широкий выбор условий аренды. Поэтому на практике арендное соглашение часто не соответствует точному определению оперативной или финансовой аренды, а скорее сочетает несколько черт каждой из них. Подобное соглашение часто называют комбинированной арендой (combination lease). В лизинговых отношениях могут участвовать три и более юридических лиц: лизингодатель, лизингополучатель, поставщик (изготовитель) предмета лизинга и др. (рис. 9.3).

На рисунке операция 1 — банковский кредит лизингодателю на приобретение предмета лизинга. Операция 2 — оплата предмета лизинга. Операция 3 — продажа предмета лизинга. Операция 4 — стра-

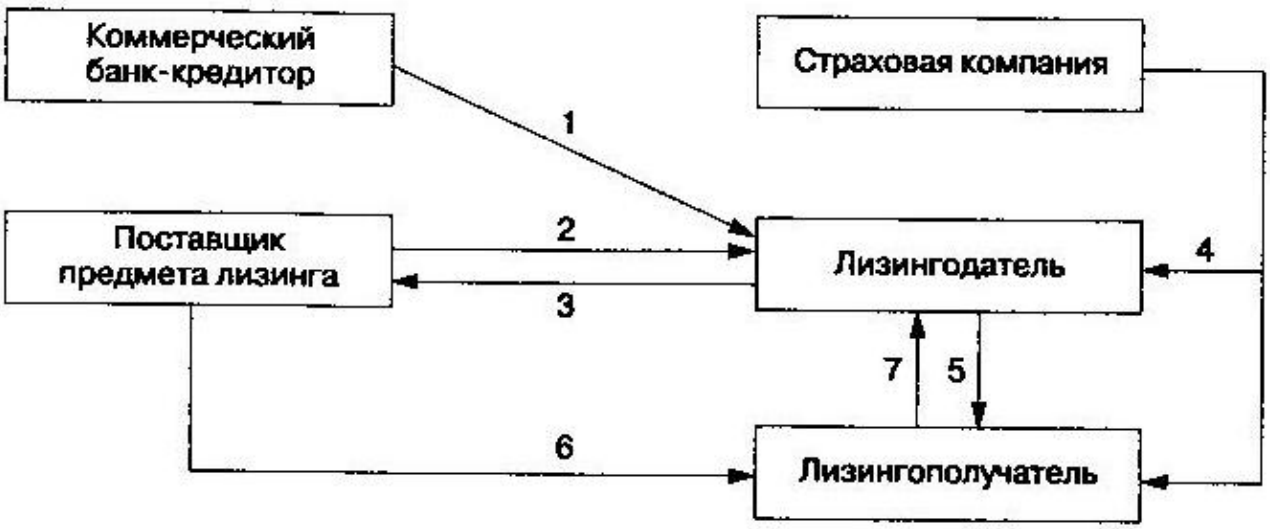

Рис. 9.3. Схема построения многосторонней лизинговой сделки

хование предмета лизинга. Операция 5 — заключение договора лизинга. Операция 6 — поставка предмета лизинга. Операция 7 — лизинговые платежи.

Развитие лизинговых отношений можно осуществлять путем сдачи в долгосрочную аренду целых предприятий, что вызывает необходимость применения раздельного лизинга. Его характеризует крупномасштабность и наличие большого количества финансово-кредитных операций при осуществлении сделок.

Раздельный лизинг — усложненный вариант финансового лизинга, который предусматривает участие в сделке нескольких компаний и финансовых организаций. Между ними распределяют обязанности по осуществлению лизинговых операций. Раздельный лизинг используют в том случае, если лизингодатель финансирует лишь часть технических средств, а другую, иногда бóльшую часть, оплачивают за счет займов прочих участников. Лизингодатель оформляет в пользу кредитора (заимодавца) залог на эти технические средства и предоставляет ему преимущественное право на получение лизинговых платежей. Технология финансовых операций при раздельном лизинге представлена на рис. 9.4.

На рисунке операция 1 — комиссионное вознаграждение за услуги брокерской компании по подбору участников сделки.Операция 2 — вознаграждение кредитной брокерской компании за организацию предоставления кредита и других услуг. Операция 3 — лизинговые платежи за организацию предоставления кредита и других услуг. Операция 4 — лизинговые платежи, причитающиеся лизингодателю.

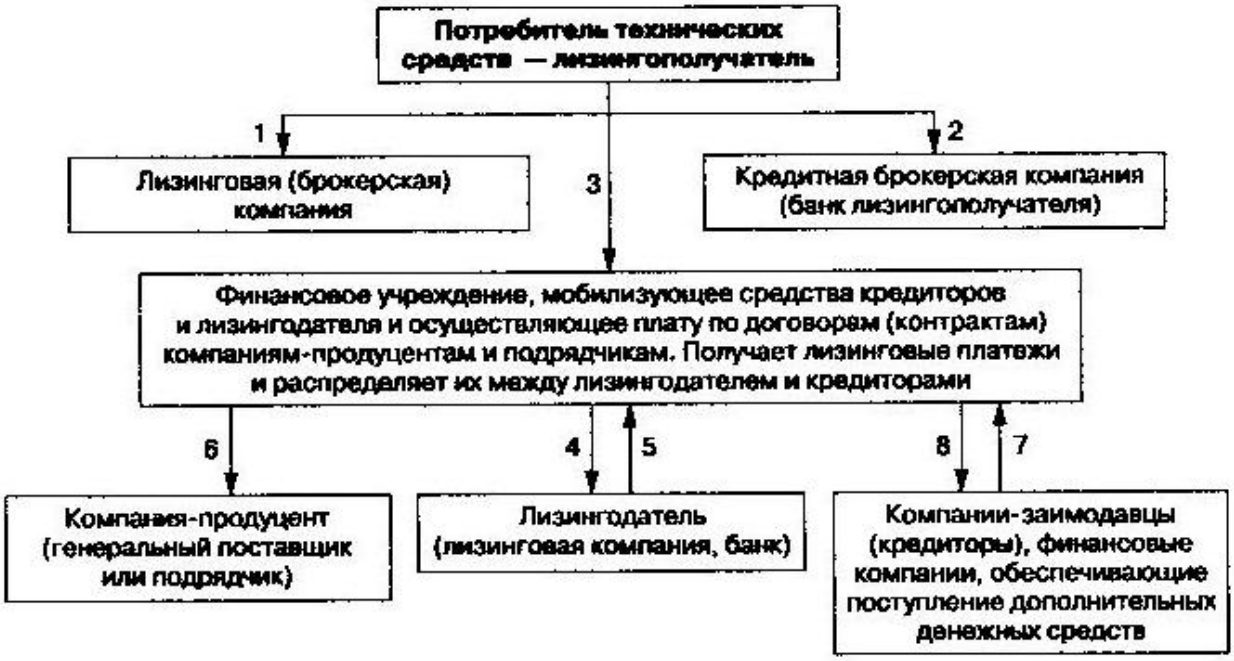

Рис. 9.4. Примерная структурная схема проведения крупномасштабных операций раздельного долгосрочного лизинга

Операция 5 — финансирование лизингодателем части приобретенных технических средств у производителя (поставщика). Операция 6 — оплата компании-продуценту стоимости приобретенных у нее технических средств. Операция 7 — кредиты финансовых учреждений, предоставляемые для закупки необходимого лизингодателю оборудования и других технических средств. Операция 8 — платежи по полученным ранее кредитам и процентов по их предоставлению.

Услуги, предоставляемые лизинговыми компаниями лизингополучателям, платные, поэтому они обязаны своевременно выплачивать лизингодателям предусмотренные договором лизинга арендные платежи. В общую их сумму включают:

- платежи за основные услуги (процентные платежи);
- амортизацию имущества за период действия договора лизинга;
- инвестиционные затраты лизингодателя;
- плату за дополнительные услуги лизингодателя, предусмотренные договором;
- страховое возмещение за страхование предмета лизинга лизингодателем;

- налог на добавленную стоимость и другие налоги, уплачиваемые лизингодателем.

Расчет общей суммы лизинговых платежей (ЛП) осуществляют по формуле:

$$ЛП = АО + ПК + КВ + ДУ + НДС,$$

где АО — амортизационные отчисления, причитающиеся лизингодателю в расчетном периоде; ПК — плата за использование кредитных ресурсов лизингодателя на приобретение предмета лизинга; КВ — комиссионное вознаграждение лизингодателю за предоставленное имущество по договору лизинга; ДУ — плата лизингодателю за дополнительные услуги по договору лизинга; НДС — налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингодателем по оказываемым услугам.

Амортизационные отчисления производит сторона договора, на балансе которой находится предмет лизинга. Стороны договора лизинга вправе по взаимному соглашению применять ускоренную амортизацию предмета лизинга. В данном случае для амортизируемых основных средств, которые являются предметом лизинга, к основной норме амортизации налогоплательщик вправе применять специальный коэффициент, но не свыше трех (раз). Данное положение не распространяют на амортизируемое имущество, относящееся к первой — третьей амортизационным группам, в случае, если амортизацию начисляют нелинейным способом.

Размер, способ, форму и периодичность выплат определяют в договоре по соглашению сторон. Лизинговые платежи относят на издержки производства лизингополучателя (налогоплательщика) в составе прочих расходов. В случае, если имущество, полученное по договору лизинга, учитывают у лизингополучателя, арендные (лизинговые) платежи признают расходами за вычетом сумм начисленной амортизации.

Лизинговые платежи по соглашению сторон можно осуществлять:

1) в денежной форме;

2) в натуральной (компенсационной) форме (предоставление встречных услуг лизингодателю, затраты по улучшению

предмета лизинга, передача лизингодателю вещей в собственность или в аренду);

3) в смешанной (комбинированной) форме.

Если стороны в соответствии с договором производят расчеты по лизинговым платежам продукцией (в натуральной форме), выпускаемой с помощью предмета лизинга, то цену на такую продукцию устанавливают по соглашению между партнерами. Размер лизинговых платежей можно изменять по соглашению сторон в сроки, предусмотренные договором лизинга, но не чаще чем один раз в три месяца. Обязательства лизингополучателя по уплате лизинговых платежей наступают с момента использования предмета лизинга, если иное не предусмотрено договором.

По методу начисления лизинговые платежи классифицируют на:

1) фиксированные (постоянные);
2) долевые (по доле в выручке от реализации продукции);
3) в процентах от стоимости предмета лизинга;
4) раздел продукции по соглашению;
5) совокупные (лимитированные).

По способу уплаты их систематизируют на:

1) линейные (равными долями);
2) прогрессивные (возрастающие);
3) регрессивные (снижающиеся);
4) сезонные (в отраслях с сезонным характером производства).

По периодичности выплат лизинговые платежи бывают:

1) с авансовым взносом, когда лизингополучатель с момента подписания договора уплачивает лизингодателю аванс в сумме, согласованной сторонами, а остальная сумма платежей (за вычетом аванса) начисляется и уплачивается в течение срока действия договора;
2) единовременные — их производят после поставки объекта лизинга и подписания сторонами акта приемки оборудования или иного объекта;

3) периодические — ежемесячные, ежеквартальные, полугодовые (производят по согласованному сторонами графику).

При заключении договора лизинга стороны могут выбрать наиболее приемлемый в конкретных условиях вариант платежей, который будет устраивать всех участников лизинговой сделки.

Под общей суммой возмещения инвестиционных затрат (издержек) и выплатой вознаграждения понимают общую сумму договора лизинга. Под инвестиционными затратами подразумевают расходы лизингодателя, связанные с приобретением и использованием предмета лизинга лизингополучателем, включая:

- стоимость предмета лизинга;
- налог на имущество;
- расходы на транспортировку и установку, включая монтаж и шефмонтаж оборудования;
- расходы на обучение персонала лизингополучателя работе, связанной с предметом лизинга;
- расходы, связанные с таможенным оформлением и оплатой таможенных пошлин и сборов, связанных с предметом лизинга;
- расходы на хранение предмета лизинга до момента ввода его в эксплуатацию;
- страхование от всех видов рисков;
- расходы на выплату процентов за использование кредитных ресурсов, привлеченных для приобретения предмета лизинга;
- плату за предоставленные лизингодателю третьими лицами поручительства и гарантии;
- расходы на содержание и обслуживание предмета лизинга;
- расходы на создание резерва для капитального ремонта предмета лизинга;
- другие расходы, без которых невозможна нормальная эксплуатация предмета лизинга.

Инвестиционные расходы (издержки) лизингодателя должны быть подтверждены соответствующими расчетами. Вознаграждение лизингодателя — денежная сумма, предусмотренная договором

лизинга сверх возмещения инвестиционных затрат. Доходом лизингодателя по договору лизинга считают его вознаграждение. Под прибылью лизингодателя понимают разницу между его доходами и расходами на осуществление его основной деятельности.

Право пользования имуществом принадлежит лизингополучателю на условиях, предусмотренных договором. В случае нарушения участниками его условий они могут требовать расторжения договора в порядке, установленном ГК РФ. Предмет лизинга, переданный лизингополучателю по договору финансовой аренды, учитывают на балансе лизингодателя или лизингополучателя по соглашению сторон. При осуществлении оперативного лизинга переданное в аренду имущество учитывают на балансе лизингодателя.

При проведении субъектами лизинга международных операций возникают следующие особенности.

1. Лизингодатель вправе без лицензии Центрального банка России проводить международные операции, связанные с движением капитала и привлечением денежных средств от нерезидентов РФ для приобретения предмета лизинга на срок более чем шесть месяцев, но в пределах срока действия договора.
2. Лизинговые компании вправе без лицензии Центрального банка РФ проводить сделки, связанные с перемещением капитала, выплачивать проценты за пользование рассрочкой платежа, предоставленной продавцом предмета лизинга, независимо от срока получения предмета лизинга.
3. Ввоз на территорию России и вывоз с ее территории имущества для его использования по договору лизинга на срок более чем шесть месяцев, а также оплату полной суммы договора лизинга не относят к операциям, связанным с движением капитала, и они не подпадают под действие законодательства РФ о валютном контроле и валютном регулировании.
4. При ввозе на территорию России и вывозе с ее территории предмета лизинга все виды таможенных платежей начисляют на полную таможенную стоимость имущества.
5. Уплату таможенных платежей осуществляют на момент ввоза (вывоза) предмета лизинга на сумму оплаченной части

таможенной стоимости имущества, что подтверждают банковскими документами; в дальнейшем уплату таможенных платежей производят одновременно с лизинговыми платежами или в течение двадцати дней с момента получения этих платежей.

Лизингодатель вправе осуществлять контроль за соблюдением лизингополучателем условий договора лизинга и других сопутствующих договоров. Лизингополучатель обязан обеспечить лизингодателю беспрепятственный доступ к финансовым документам и предмету лизинга. Цель и порядок такого инспектирования устанавливают в договоре лизинга и других сопутствующих договорах.

Контрольные вопросы

1. Раскройте экономическую природу финансовой аренды (лизинга).
2. Назовите субъектов лизинговых отношений.
3. Приведите систематизацию видов лизинга.
4. Расскажите о процессе управления финансовым лизингом.
5. Раскройте содержание договора лизинга.
6. Перечислите основные виды лизинговых платежей.
7. Приведите методику расчета лизинговых платежей.
8. Сформулируйте порядок определения доходов и прибыли лизингодателя.
9. Раскройте наиболее важные особенности международных лизинговых операций.

9.2. Проектное финансирование

Преодоление длительного инвестиционного спада — одна из ключевых проблем современного развития экономики России. Переход в 90-х гг. прошлого столетия к рыночной системе хозяйствования сопровождался старением основного капитала, вызывая потребность в адекватных финансовых источниках для его замены и обновления. Оживление инвестиционной деятельности — единственный

путь преодоления кризисных процессов и создания условий для устойчивого экономического роста.

Важная роль в преодолении инвестиционного спада в РФ принадлежит банковской системе, призванной аккумулировать сбережения населения и предприятий для трансформации их в реальные кредиты и инвестиции. Вариантом решения проблемы дефицита масштабных долгосрочных вложений банков и иных негосударственных финансовых посредников в инвестиционный сектор экономики должно стать внедрение в деловую практику широко используемых в западных странах способов и методов участия кредитных организаций в реализации крупных проектов, в частности проектного финансирования.

Данное направление инвестиционной деятельности имеет приоритетное значение для таких отраслей национального хозяйства, как горнодобывающая промышленность, электроэнергетика, развитие производственной инфраструктуры (строительство мостов, туннелей, плотин, автострад).

Понятие «проектное финансирование» трактуют неоднозначно. Так, в США под этим термином подразумевается, что получаемые от проекта доходы служат основным источником погашения долговых обязательств или формой финансирования без привлечения дополнительных источников либо с их ограниченным привлечением.

Методы проектного финансирования на Западе стали использовать в 70-е–80-е гг. прошлого века для описания различных типов финансовых операций, которые давали возможность инициаторам проектов снизить расходы на погашение долговых обязательств, воспользоваться поддержкой международных финансово-кредитных организаций, включая прямую или косвенную поддержку государства, на территории которого реализуют крупномасштабный проект.

Проектное финансирование выражает особую форму финансового обеспечения реализации крупных инвестиционных проектов на основе мобилизации внешних источников финансовых ресурсов с целью получения прибыли от денежных потоков, генерируемых вновь создаваемым предприятием (объектом).

В осуществлении проектного финансирования (особенно в развивающихся странах) активное участие принимают международные

финансово-кредитные институты (МБРР, ЕБРР, МФВ и др.). Именно их деятельность позволяет сформулировать основополагающие правила проектного финансирования:

- его целевой характер (например, сооружение электростанций в развивающихся странах);
- долгосрочный характер вложений капитала (10–20 лет);
- повышенная стоимость кредитов и займов, включающая премию за финансовый риск (5–7% годовых);
- использование инструментов минимизации кредитного риска (диверсификация вложений капитала путем привлечения частных инвесторов — крупных банков; предоставление им государственных гарантий; детальное изучение финансово-экономического положения заемщика и т. д.);
- построение адекватной привлекаемым источникам финансирования (внутренним или внешним) организационно-финансовой модели реализации проекта.

Важнейшие особенности проектного финансирования в зарубежных странах следующие:

- финансирование проектов осуществляют при условии создания отдельного предприятия (проектной компании);
- реализацию крупных проектов проводят с участием банковского консорциума (сообщества банков);
- международные кредиты, как правило, связанные, то есть предоставляемые для стимулирования экспорта продукции предприятия в стране-изготовителе;
- формируют специальные методики для оценки денежных потоков от реализации проектов вследствие долгосрочного характера их финансирования;
- намечают конкретных организаторов финансирования инвестиционных проектов из экономически развитых стран (банки, корпорации и др.);
- создают специальные модели, предполагающие участие и ответственность государственных органов власти в реализации

крупномасштабных проектов на территории данной страны (методы снижения проектных рисков; контракты на поставку продукции, поступающей от проектов; подготовку персонала для работы на вновь вводимых в действие предприятиях).

На практике часто различают два понятия: «проектное кредитование» и «проектное финансирование».

Проектное кредитование характеризуют следующие признаки:

1) по специфике процесса — кредитная операция;
2) по характеру участия — проектоустроитель и банк (заимодавец);
3) по источнику погашения задолженности — денежные поступления от инвестиционного проекта;
4) по распределению проектных рисков — риск по проекту распределен между заемщиком и кредитором. Последний имеет ограниченное право перевода на заемщика ответственности за погашение кредита;
5) по источнику погашения задолженности — денежные поступления, генерируемые проектом;
6) по распределению проектных рисков — кредиторы и инвесторы принимают на себя все или большую часть проектных рисков;
7) по участию кредиторов и инвесторов в распределении прибыли предприятия — они принимают участие в распределении прибыли, генерируемой проектом, пропорционально доле участия в объеме финансирования. Следовательно, проектное кредитование и проектное финансирование имеют как одинаковые признаки (например, обязательное создание проектной компании), так и существенные различия в составе.
8) по участию кредитора в распределении прибыли предприятия, полученной от реализации проекта, — кредитор участвует в ее распределении в доле принятия риска по проекту.

Проектному финансированию присущи следующие особенности:

1) по специфике процесса — многообразная операция, сочетающая в себе элементы кредитования и финансирования за

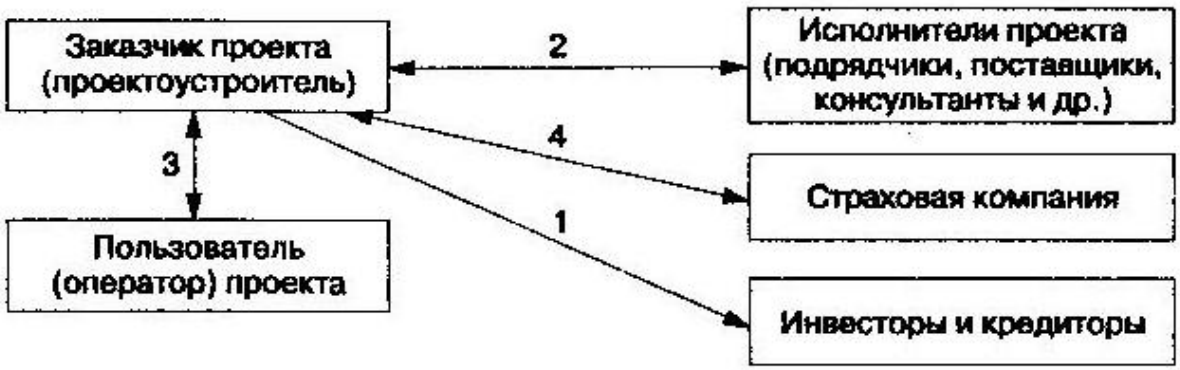

Рис. 9.5. Примерная схема организационно-правового обеспечения крупного инвестиционного проекта

счет собственных средств спонсоров и привлеченных источников (займов и кредитов);

2) по характеру участников — инициаторы проекта (спонсоры), инвестиционные и коммерческие банки, инвестиционные компании и фонды, лизинговые и страховые компании, прочие участники;

3) по технологии финансового обеспечения проекта — финансирование участников, распределение рисков между ними и др.

Однако понятие «проектное финансирование» значительно шире понятия «проектное кредитование», и прежде всего по составу участников инвестиционного процесса и разнообразию привлекаемых для реализации проекта финансовых ресурсов.

Таким образом, когда в реализации крупномасштабных проектов участвуют многие финансово-кредитные организации, а инвестиционные затраты возмещают за счет будущих доходов вновь создаваемых предприятий (объектов), применяют метод мобилизации финансовых ресурсов, получивший название «проектное финансирование».

Для организации финансирования крупных проектов их инициаторы совместно с предполагаемыми участниками и в тесном взаимодействии с банками разрабатывают детальное технико-экономическое обоснование и бизнес-план намечаемого объекта. Только после этого данные документы могут быть представлены на рассмотрение потенциальным инвесторам и первоклассным кредиторам (банкам), заинтересованным в реализации проекта.

Примерная схема правового обеспечения крупного инвестиционного проекта представлена на рис. 9.5.

На рисунке: 1 — договор о финансировании проекта (инвестиционное соглашение, кредитный договор); 2 — договор на поставку материальных ресурсов для строительства, договор строительного подряда и др.; 3 — договор аренды, лизинга, имущества и др.; 4 — договор о страховании проектных рисков.

К важнейшим принципам проектного финансирования относят:

1. Участие в проекте надежных партнеров, готовых способствовать его реализации;
2. Квалифицированную подготовку технико-экономического обоснования и проектно-сметной документации: их предварительное согласование с банком (иными кредиторами и инвесторами), если предполагается его участие в проекте в качестве кредитора, гаранта, агента (организатора финансирования);
3. Достаточную капитализацию проекта;
4. Детальную разработку организации строительства и эксплуатации будущего предприятия (объекта), включая производство, транспорт, менеджмент и маркетинг;
5. Оценку проектных рисков и их распределение среди участников;
6. Наличие соответствующего набора правового обеспечения и гарантий;
7. Диверсификацию источников финансирования проекта (собственных, заемных и привлеченных);
8. Обеспечение технической и экономической жизнеспособности предприятия (объекта), созданного в результате реализации проекта, позволяющей генерировать денежные поступления, достаточные для обслуживания долга перед кредиторами, инвесторами и другими контрагентами.

С учетом этих принципов, организационно-правового и финансового обеспечения формируют инвестиционный цикл (этапы) реализации крупного проекта (рис. 9.6).

Многие инвестиционные проекты финансируются за счет собственных средств учредителей. Подобный подход соответствует международной практике финансового обеспечения новых проектов. Он

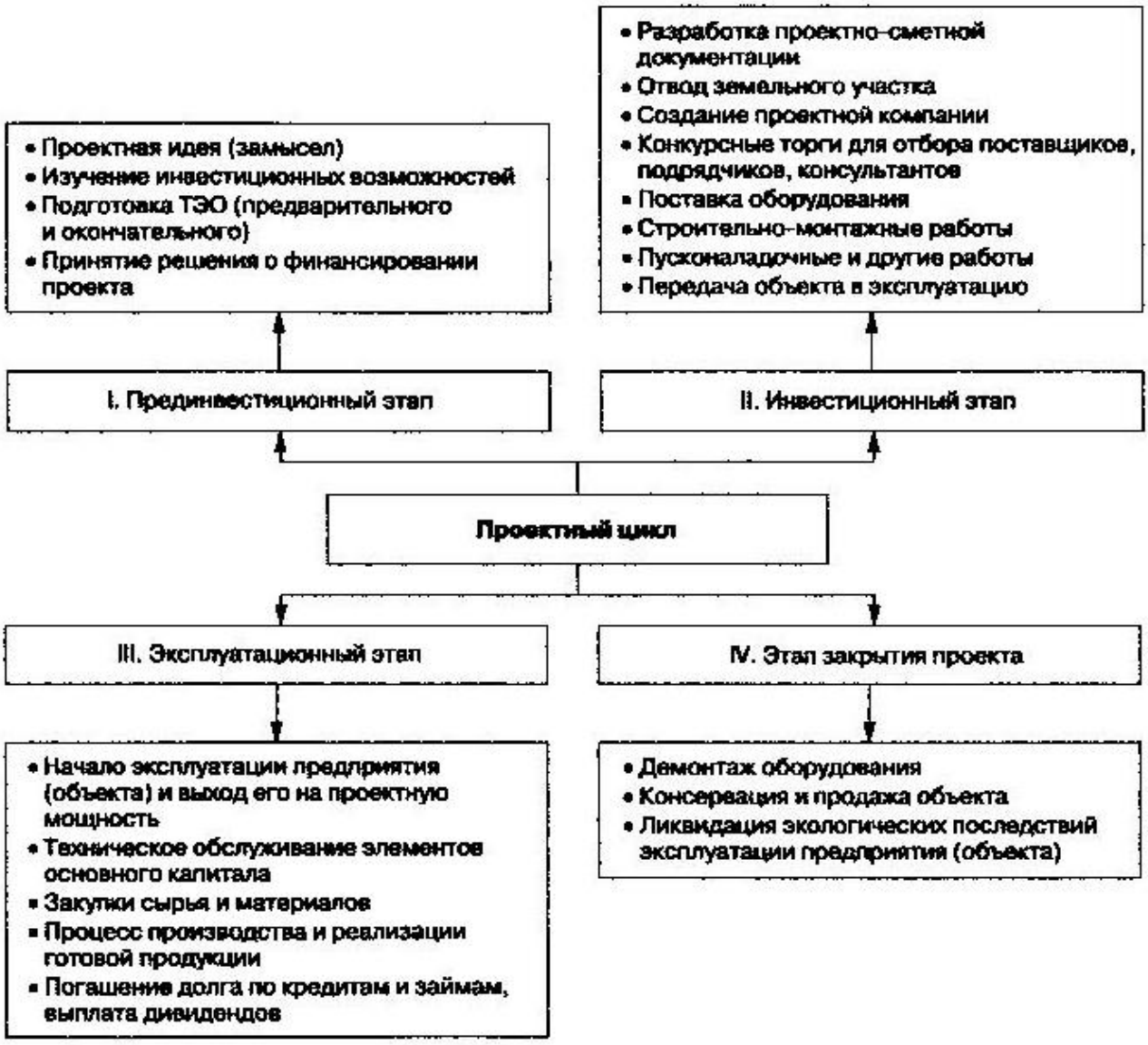

Рис. 9.6. Содержание основных этапов проектного цикла

заключается в том, что затраты и риски должны нести главным образом инициаторы проекта. Они как акционеры имеют возможность получать высокие доходы, в то время как кредиторы могут рассчитывать только на своевременный возврат кредита (займа) и процентов по нему.

Финансовые ресурсы в схемах проектного финансирования привлекают традиционными методами на внутреннем и международном рынках капитала: на основе банковского кредита, выпуска корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций, инвестиционных ресурсов частных компаний (корпораций), поддержанных банковскими поручительствами и гарантиями и др. Возможные формы финансирования крупного проекта отдельными участниками представлены в табл. 9.1.

Таблица 9.1. Возможные формы проектного финансирования, используемые в зарубежных странах

Участник проекта	Форма финансирования
Банк (консорциум банков), ведущий проект	Старший кредит
Дополнительные кредиторы	Субординированные кредиты
Резервные кредиторы	Кредиты поддержки (резервные кредиты)
Учредители (спонсоры) проектной компании	Взносы в капитал проектной компании: — основные; — дополнительные (в случае превышения сметной стоимости проекта)
Поставщики	Коммерческие (товарные) кредиты
Подрядчики	Авансы и иные платежи за выполненные работы
Покупатели проектного продукта	Коммерческие кредиты, скидки с цены товара (спонтанное финансирование), факторинг, форфейтинг и пр.
Инвестиционный банк и другие инвесторы на рынке ценных бумаг	Проектные акции и облигации, эмитируемые проектной компанией, если она имеет статус публичной
Лизинговая компания	Предоставление оборудования и других капитальных активов проектной компании на условиях временной аренды (оперативного лизинга) или с последующим выкупом имущества (финансовый лизинг). Последний можно рассматривать как форму внебалансового финансирования проекта

Источник данных: Катасонов В. Ю. Морозов Л. С. Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование. — М.: Анкил, 2000. — С. 221.

В перечень базисных принципов привлечения финансовых ресурсов для проектного финансирования включают:

- материальную заинтересованность кредиторов и инвесторов в реализации проекта;

- добровольность предоставления средств для осуществления проекта;
- зависимость дохода, получаемого кредитором или инвестором, от уровня принимаемого им риска по проекту и ликвидности используемых финансовых инструментов (акций и корпоративных облигаций) и пр.

Расчеты, необходимые для реализации конкретного проекта, позволяют уже на начальном этапе проектирования нового предприятия оценить финансовые возможности его учредителей, потребность в заемном капитале, ожидаемую прибыль от проекта, потенциальные инвестиционные и коммерческие риски.

Методика организации проектного финансирования должна учитывать четыре аспекта:

1) смещение оценки с субъекта кредитования на объект, то есть непосредственно на инвестиционный проект;
2) отражение в методологии оценки различных фаз жизненного цикла проекта;
3) множественность оценок проекта с учетом различий интересов участников проекта;
4) неопределенность, связанная с закономерностями отраслевого спроса, а также со специфическими видами проектных рисков, которые действуют в одном или нескольких периодах и затрагивают интересы всех участников проекта.

В банковской практике, исходя из того, какую долю риска принимает на себя кредитор, выделяют следующие виды проектного финансирования:

1) без какого-либо регресса на заемщика (под термином «регресс» понимают обратное требование о возмещении предоставленной суммы денежных средств, предъявляемое одним юридическим лицом другому обязанному лицу);
2) с полным регрессом на заемщика;
3) с ограниченным регрессом на заемщика.

Проектное финансирование без регресса на заемщика выражает ситуацию, когда кредитор принимает на себя все политические и коммерческие риски, связанные с реализацией проекта. Он оценивает

ожидаемые денежные поступления, генерируемые проектом и направляемые на погашение кредитов и процентов по ним. Эта форма финансирования наиболее дорогостоящая для заемщика, так как кредитор рассчитывает получить компенсацию за высокий уровень финансового риска. Кредитор (банк) может принять на себя небольшую часть рисков по проекту, если он предложит эффективную систему обязательств для участвующих в реализации проекта партнеров. Это касается вопросов снабжения ресурсами, транспортировки, сбыта продукции, страхования. В данном случае весомые преимущества имеет заемщик, так как он несет расходы по привлечению средств и его кредитный рейтинг позволяет привлекать средства для покрытия других текущих потребностей на выгодных условиях. Кредиторам часто приходится предоставлять определенные льготы своим партнерам: участие в уставном капитале проектной компании, заключение долгосрочных договоров, гибкий график погашения кредита и процентов по нему. Без регресса требований кредитора на заемщика финансируют, как правило, высокорентабельные проекты, обеспечивающие весомую конкурентоспособность продукции по добыче и переработке минерального сырья.

Проектное финансирование с полным регрессом требований кредитора на заемщика получило широкое распространение в мировой практике. Данной форме отдают предпочтение из-за возможности довольно быстро получить необходимые средства для финансирования проекта. Она отличается наиболее низкой стоимостью привлечения средств по сравнению с другими вариантами.

Данную форму финансирования можно использовать в следующих случаях:

- предоставление средств для финансового обеспечения малорентабельных проектов, имеющих федеральное или региональное значение с соответствующими гарантиями органов исполнительной власти, а также бесприбыльных проектов по созданию инфраструктуры;

- предоставление средств в форме экспортного кредита, поскольку многие специализированные экспортные организации имеют возможность принимать на себя кредитный риск без предварительных гарантий третьих сторон;

- недостаточная надежность выданных по проекту гарантий, хотя они покрывают все проектные риски;
- предоставление средств для некрупных проектов, которые чувствительны даже к небольшому увеличению инвестиционных затрат.

Проектное финансирование с ограниченным регрессом требований кредитора на заемщика предполагает оценку всех рисков, связанных с реализацией проекта. Они распределяются между участниками таким образом, чтобы последние могли принять все зависящие от них риски. Стороны, заинтересованные в реализации проекта, принимают на себя конкретные коммерческие обязательства вместо предоставления гарантий. Например, заемщик берет на себя обязательства, связанные с эксплуатацией предприятия; поставщики оборудования несут ответственность за комплектность и качество поставок; генподрядчик отвечает за своевременное окончание строительства предприятия и т. д.

Преимуществами данного способа финансирования являются умеренная стоимость реализации проекта и равномерное распределение рисков между всеми его участниками.

При реализации крупномасштабных проектов в них задействованы многие участники:

- спонсоры (инициаторы) проекта;
- проектная компания, учреждаемая спонсорами;
- кредиторы (коммерческие и инвестиционные банки, банковские консорциумы);
- подрядные компании (генеральные подрядчики и субподрядчики);
- консультанты (юридические или физические лица);
- поставщики материальных ресурсов, оборудования и других технических средств для реализации проекта;
- страховые компании;
- институциональные инвесторы, приобретающие акции и иные ценные бумаги, эмитируемые проектной компанией;
- финансовые консультанты (коммерческий банк или консалтинговая компания);

- оператор — компания, управляющая объектом инвестиционной деятельности после ввода его в эксплуатацию;
- покупатели товаров (услуг) вновь созданного предприятия (объекта) и другие участники.

Одно из ведущих мест в системе проектного финансирования принадлежит проектной компании. Чаще всего ее создание обусловлено тем, что получение проектного кредита отражают на балансе проектной компании, а не на балансе спонсоров (учредителей), которые не хотели бы этой финансовой операцией ухудшить свое финансовое положение. Такой метод финансирования получил название «вне баланса». Возможности внебалансового финансирования зависят от законодательства страны, определяющего правила ведения бухгалтерского учета и отчетности. Внебалансовая задолженность не так опасна для компании-спонсора, так как обычно она не учитывается банками и рейтинговыми агентствами при оценке кредитоспособности компаний — учредителей проекта.

Анализ особенностей и способов проектного финансирования позволяет выявить их преимущества:

- возможность привлечения значительных кредитных ресурсов под потенциально эффективный инвестиционный проект;
- получение правовых гарантий под будущий проект;
- обеспечение выгодных кредитных условий и процентных ставок при недостаточной кредитоспособности спонсоров;
- получение дополнительных гарантий инвестиций в рамках совместной деятельности по реализации проекта путем распределения проектного риска между участниками;
- отсутствие необходимости отражения в финансовых отчетах спонсоров инвестиционных затрат до момента полной окупаемости проекта.

Применение различных вариантов проектного финансирования позволяет компаниям — организаторам проекта, формирующим стартовый капитал для его реализации, привлекать значительные денежные средства на финансовом рынке в форме кредитов и займов.



Рис. 9.7. Финансовая схема реализации проекта по методу проектного финансирования

Финансовые взаимоотношения между участниками проектного финансирования показаны на рис. 9.7.

Перспективной формой финансирования совместных проектов в России является организация финансового обеспечения долгосрочных проектов на основе лимитированного проектного финансирования. Его условие — вложение инициатором проекта определенной части собственных средств. Обычно по проектам, на финансирование которых выделяют средства из федерального бюджета, собственные средства заказчиков (застройщиков) должны составлять как минимум 20% от общей суммы. В этих условиях финансовая поддержка государства должна быть не менее 40%, что соответствует мировой практике. Остальные средства могут быть предоставлены в форме долгосрочных кредитов заинтересованными в проекте банками. Одновременно государство вправе за счет федерального бюджета предоставить уполномоченному банку гарантии финансирования особо важного проекта в размере до 40% от средств, предоставляемых конкретному инвестору в форме кредита. Однако в настоящее время реальные возможности применения подобного способа финансирования проектов ограничены существующими в России финансовыми проблемами, а также отсутствием соответствующей законодательной базы. Кроме того, полнота информации о потенциальных инвестиционных проектах не соответствует требуемому международному уровню, что затрудняет проведение объективной оценки целесообразности реализации

конкретного проекта и привлечения денежных ресурсов кредиторов и инвесторов.

Многообразный характер проектной деятельности, множественность участников, длительный период реализации проектов и высокий уровень риска делают ее более сложной по сравнению с обычной коммерческой деятельностью.

В современных условиях банковская система России имеет достаточные ресурсы — в фондах обязательных резервов, депонируемых в Центральном банке РФ, которые можно частично использовать для расширения активных операций, в частности для долгосрочных инвестиций в реальный сектор экономики.

На основе рассмотрения особенностей проектного финансирования можно сделать следующие выводы,

1. Смещение анализа и оценки с субъекта кредитования (конкретного ссудополучателя) на объект (на инвестиционный проект).
2. Отражение в методологии оценки различных фаз жизненного цикла проекта.
3. Многовариантность оценок проекта с учетом различий интересов участников реализации проекта.
4. Прогноз потоков будущих доходов и расходов, связанных с объектом оценки, служит базой для инвестиционного анализа и оказывает непосредственное влияние на конечный результат проекта.

Контрольные вопросы

1. Раскройте экономическую природу проектного финансирования.
2. В чем заключаются сходство и различие между проектным кредитованием и финансированием?
3. Назовите важнейшие принципы проектного финансирования.
4. Приведите основные способы данного финансирования, используемые в зарубежной практике.
5. Охарактеризуйте участников проектного финансирования.

6. Расскажите о финансовой схеме организации проекта по методу проектного финансирования.
7. Раскройте содержание лимитированного проектного финансирования.

9.3. Финансирование долгосрочных инвестиций на основе эмиссии облигаций

Для акционерных компаний (корпораций) современной России рынок корпоративных облигаций выступает источником публичного долгосрочного финансирования на длительный период. Тенденция повышения роли фондового рынка в обеспечении предприятий инвестиционными ресурсами проявляется прежде всего в сфере долгосрочного финансирования, где происходит увеличение доли облигационных займов в структуре заемного капитала. Кроме нефтегазового комплекса, на российском рынке облигаций в качестве эмитентов представлены предприятия энергетики, машиностроения, металлургии, связи и транспорта.

Место долгового финансирования в системе источников финансового обеспечения капитальных вложений представлено на рис. 9.8.

Проблемы корпоративного облигационного заимствования стали активно обсуждаться в отечественной науке сравнительно недавно,

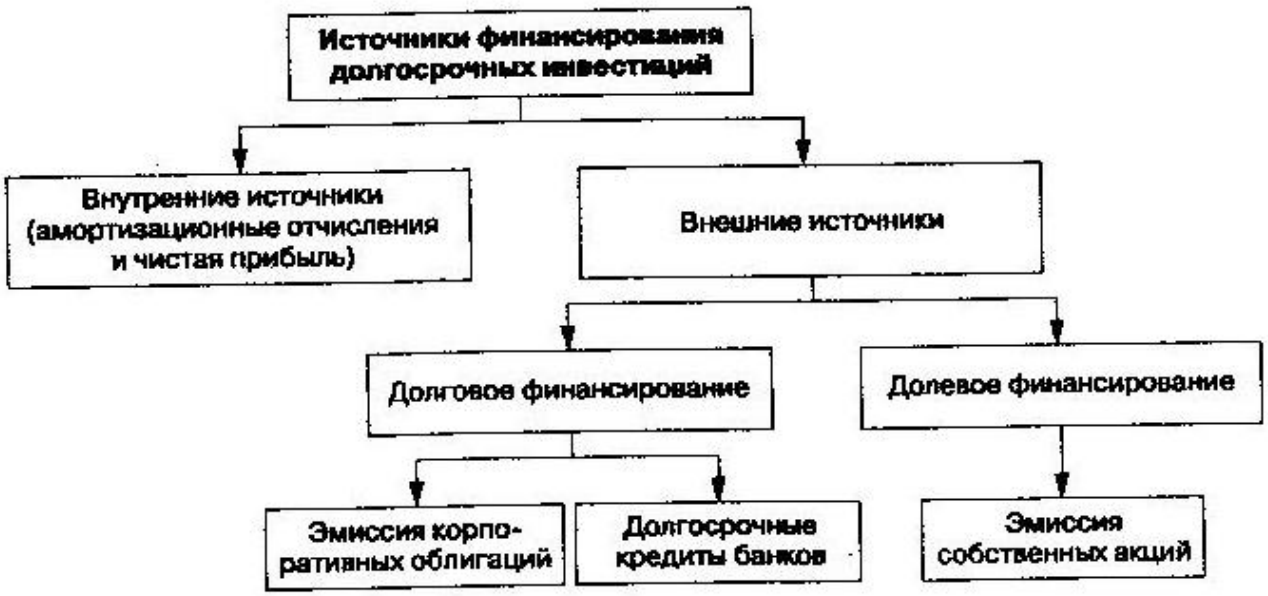

Рис. 9.8. Система источников корпоративного финансирования в России

и отношение к нему меняется в позитивную сторону по мере макроэкономической стабилизации и улучшения социально-экономической ситуации в стране. В настоящее время объем средств, привлекаемых с помощью отечественного рынка корпоративных облигаций, пока невелик и составляет не более 1 % от ВВП.

Недостаточный опыт работы эмитентов и инвесторов с корпоративными облигациями, низкий уровень развития небанковских финансовых институтов, высокая доля сбережений населения в валюте, значительный уровень кредитного и процентного рисков сдерживают развитие облигационного сегмента фондового рынка. Кроме того, акционерные общества, эмитирующие корпоративные облигации, сталкиваются с большими затруднениями при определении параметров каждого выпуска, что приводит к размещению облигационных займов с нерациональной структурой и, следовательно, к существенному ухудшению результатов использования данного источника финансирования.

Стратегические решения акционерной компании по привлечению корпоративного финансирования можно разделить на три этапа:

1) выбор между долговым и долевым финансированием и количественная оценка возможности компании по привлечению заемных средств;
2) оценка инвестиционной привлекательности компании-эмитента и ее возможностей по привлечению заемных средств;
3) разработка конкретных параметров облигационного займа, его размещение и обслуживание.

Ценные бумаги, эмитируемые акционерными обществами, систематизируют на долевые (акции) и долговые (облигации). При такой их классификации долг представляет собой сумму денежных средств, которая должна быть возвращена кредиторам вместе с процентами.

С финансовых позиций основное различие между долгом и акционерным капиталом заключается в следующем:

1) Долг не служит подтверждением участия в собственности компании. Облигационеры, как правило, не имеют права голоса на общем собрании акционеров;

2) Платежи предприятия по выплате процентов по облигационному займу считают расходами по ведению бизнеса и отражают в составе прибыли до налогообложения. Выплату дивидендов по акциям облагают налогом по ставке 9% у налоговых резидентов РФ;

3) Непогашенный долг считают обязательством компании. Если он своевременно не погашен, то кредиторы имеют право претендовать на ее активы (имущество). Такой платой за высокий непогашенный долг служит вероятность банкротства эмитента или его реорганизация. Этого не может быть, если происходит увеличение акционерного капитала.

Все долговые ценные бумаги (облигации) выступают как обязательство акционерной компании выплатить к определенному сроку основную сумму долга и осуществлять регулярные процентные платежи. Облигации выражают, как правило, обеспеченный долг. Обеспечением долга являются активы (имущество) компании. Облигации часто представляют собой негарантированные обязательства компании. Так, в практике США широко распространена долговая расписка — необеспеченное долговое обязательство со сроком обращения от 10 лет и более. Владельцы долговых расписок имеют право только на то имущество компании, которое не служит предметом залога (имущество, остающееся после учета всех залогов и выданных обеспечений). В настоящее время практически все размещенные в США облигации промышленных и финансовых компаний являются долговыми расписками. Однако облигации железных дорог и общественных предприятий обеспечены залогом имущества.

Присутствуют и другие признаки корпоративных облигаций, такие как возможность досрочного выкупа и погашения, создание фондов их погашения, рейтинг, специальные механизмы защиты инвесторов. Существуют и другие возможности использования различных видов облигаций, среди которых облигации с переменной процентной ставкой (с плавающей процентной ставкой); облигации с пересматриваемой процентной ставкой (процентную ставку периодически пересматривают таким образом, чтобы цена облигации была равна определенной величине, близкой к номинальной стоимости);

инфляционно-индексируемые облигации; облигации с правом досрочного выкупа (колл-опционом); облигации с правом досрочного погашения (пут-опционом). Выпуск указанных видов облигаций позволяет снизить риск колебания процентных ставок, однако не способен уменьшить риск, обусловленный продолжительным обращением долговых ценных бумаг, который может быть минимизирован за счет эмиссии краткосрочных облигаций.

Особенности долговых финансовых инструментов (облигаций) находят отражение в проспекте эмиссии. Он представляет собой письменный договор между компанией-заемщиком и ее кредиторами. Обычно компания-эмитент назначает доверенное лицо (например, банк), которое представляет интересы держателей облигаций. Подобная доверительная компания обязана следить за соблюдением условий проспекта эмиссии, управлять фондом погашения облигаций и представлять интересы владельцев этих ценных бумаг в случае возникновения серьезных финансовых трудностей у эмитента.

Обычно проспект эмиссии содержит следующие ключевые разделы:

- основные условия выпуска облигаций;
- общее количество эмитируемых финансовых инструментов;
- описание имущества, которое служит обеспечением выпуска;
- договоренности по выплатам и погашению;
- условия досрочного погашения;
- характеристика способов защиты вкладчиков и др.

Корпоративные облигации выпускают обычно именными. Это означает, что акционерная компания ведет реестр облигационеров, в котором фиксируется право собственности на каждую облигацию и все изменения в составе владельцев. В практике США компании выплачивают проценты и основную сумму долга посредством чека, направляемого по почте лицу, указанному в реестре.

Именная корпоративная облигация содержит приложенные к ней купоны. Для получения процентов владелец отделяет купон от облигации и посылает его компании-держателю реестра (платежному агенту). Как альтернатива, облигация может быть на предъявителя,

то есть ее выпускают без указания имени владельца, а платежи осуществляет любое лицо, которое предъявило купон. Облигации погашают по истечении срока их обращения, после которого владелец этих облигаций получит указанный в них номинал или же они могут быть погашены полностью или частично до истечения срока обращения (досрочно). Досрочное погашение осуществляют за счет специально накопленных денежных фондов. Фонд погашения облигаций — счет, управляемый доверенным лицом и используемый для их досрочного погашения.

На практике существует несколько способов досрочного погашения облигаций:

- единовременное погашение до истечения срока их обращения;
- погашение равными долями в течение периода обращения;
- при дефиците денежных средств — в виде одного крупного платежа по истечении срока обращения облигаций.

Досрочный выкуп позволяет компании погасить часть выпущенных в обращение облигаций по фиксированным ценам в определенный момент времени, что находит отражение в проспекте ценных бумаг. Под защитой от досрочного выкупа подразумевают период времени, в течение которого эмитент не имеет права на досрочное погашение облигаций. Защитный механизм используют для обеспечения законных прав и интересов владельцев облигаций. Например, компания не может закладывать свои активы другим кредиторам, не вправе слиться с другой компанией, не должна выпускать иные виды облигаций и т.д. В структуре корпоративного финансирования компаний США на долю эмиссионных ценных бумаг (включая облигации) приходится примерно 20–25%. В индустриально развитых странах (США, Канаде, Великобритании, Японии и др.) объем эмиссии облигаций колеблется от 10 до 20% от общего объема выпуска корпоративных ценных бумаг, что подтверждает их важную роль как альтернативного источника финансирования долгосрочных инвестиций.

В России данный источник финансирования задействован не в полной мере вследствие недостаточного развития рынка корпоративных ценных бумаг в целом. Доля эмиссионных ценных бумаг

в источниках покрытия долгосрочных инвестиций в основной капитал не превышает 1%. Крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций выступают такие известные российские акционерные компании, как РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», ОАО «Российские железные дороги», ОАО НК «Лукойл», ОАО «Алроса», ОАО «Норильский никель», ОАО «Ростелеком». Практика развитых стран подтверждает, что с помощью эмиссии облигаций можно мобилизовать значительные финансовые ресурсы для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов, обеспечивая их владельцам получение устойчивого процентного дохода, гарантировать его первоочередную выплату (по сравнению с дивидендами по акциям).

На рынок корпоративных облигаций существенное влияние оказывают две группы факторов макроэкономической ситуации в стране. В их состав включают:

1) внутренние (риск девальвации национальной валюты; изменение ставки рефинансирования Центрального банка России; изменения ставок по межбанковским кредитам и депозитам; снижение доходности по облигациям федерального и субфедеральных займов и др.);
2) внешние (уровень процентных ставок на международном рынке капитала; валютные потрясения в странах — торговых партнерах России; новации в налоговом законодательстве экономически развитых стран; объективность информации о состоянии финансового рынка в других странах).

Учет внешних факторов, оказывающих влияние на стабильность рынка корпоративных облигаций, особенно важен в условиях возрастающей интеграции российского фондового рынка с международным финансовым рынком. Многие корпорации в России считают заимствования на внутреннем рынке ценных бумаг недостаточно привлекательными. Компании-эмитенты облигаций вынуждены нести высокие затраты по их размещению на организованном фондовом рынке. Для многих акционерных компаний облигации недоступны как альтернативный источник финансирования производственного развития из-за высокой стоимости обслуживания долга. Выпуск облигаций практикуют акционерные компании с низкой

вероятностью возникновения риска финансовой несостоятельности и высоким кредитным рейтингом.

Привлечение заемного капитала в форме выпуска облигаций обеспечивает акционерному обществу следующие преимущества.

1. Эмиссия облигаций не приводит к утрате контроля над управлением акционерной компанией (как в случае с выпуском акций).
2. Облигации могут быть эмитированы при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (в сравнении со ставками процентов за банковский кредит или нормами дивидендов по акциям).
3. Облигации имеют большую потенциальную способность распространения, чем акции, вследствие меньшего уровня риска для инвесторов (вкладчиков), поскольку обеспечены активами (имуществом) общества.
4. Корпоративные облигации обеспечивают привлечение капитала на длительный период времени — от одного года до десяти и более лет, что позволяет финансировать среднесрочные и долгосрочные инвестиционные программы и проекты корпорации.
5. Облигации известных корпораций в процессе их обращения на фондовом рынке часто предлагают более низкий процентный доход, чем другие финансовые инструменты, так как имеют минимальный уровень финансового риска. Следовательно, они обладают более выгодными для эмитентов условиями привлечения капитала по сравнению с долгосрочным банковским кредитом или эмиссией акций (примером могут служить корпорации в автомобильной, авиакосмической, электронной и нефтяной промышленности США).
6. Массовый выпуск надежных и привлекательных корпоративных облигаций при отлаженной системе их размещения создает потенциальные возможности для привлечения сбережений населения в реальный сектор экономики, то есть трансформации денежных накоплений семейных хозяйств в инвестиции. Это особенно важно для обновления

производства и перехода российской промышленности на инновационный путь развития.

7. Важным достоинством эмиссии облигаций считают тот факт, что издержки по их выпуску снижаются по мере увеличения объема займа. Таким образом проявляется эффект от масштаба эмиссии.
8. Не вызывает сомнений, что выпуск облигаций предполагает условия большей инвестиционной прозрачности по сравнению с банковским кредитованием.

В то же время эмиссия облигаций может иметь следующие негативные последствия для акционерного общества.

1. Облигации не могут быть эмитированы для формирования уставного капитала и покрытия временного недостатка денежных средств. Его удобнее возместить за счет краткосрочного банковского или коммерческого кредита.
2. Эмиссия облигаций связана со значительными дополнительными расходами эмитента и требует длительных сроков привлечения средств. Эмиссию облигаций на значительную сумму (свыше 100 млн. руб.) могут позволить себе только крупные акционерные общества.
3. Уровень финансовой ответственности общества за своевременную выплату процентов и основной суммы долга при погашении облигаций очень велик, так как взыскание этих сумм при длительной просрочке платежей осуществляют через процедуру банкротства.
4. После выпуска облигаций вследствие изменения конъюнктуры на финансовом рынке средняя ставка ссудного процента может оказаться значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигационному займу. Такая ситуация ставит эмитента в невыгодные финансовые условия и побуждает его досрочно выкупать собственные облигации.

Выводы.

1. В условиях современного отечественного фондового рынка эмиссия корпоративных облигаций предпочтительна для высокорентабельных акционерных компаний нефтегазового

комплекса, энергетики, связи и некоторых других отраслей хозяйства в случае реализации ими крупных инвестиционных проектов. Для их финансирования возможно использовать комбинированный метод, который состоит в том, что наряду с долгосрочным заемным капиталом целесообразно привлекать собственные средства корпораций в объеме не менее 40–50%.

2. Важное отличие большинства выпусков корпоративных облигаций, проведенных в период 2002–2006 гг., — денежная форма их погашения и наличие вторичного рынка этих финансовых инструментов, что способствовало росту их ликвидности. Многие акционерные компании осуществили повторные выпуски собственных облигаций, что свидетельствует об их инвестиционной привлекательности. В целом наблюдается тенденция падения доходности корпоративных облигаций наиболее финансово устойчивых эмитентов. Данная тенденция привела к росту количества эмитентов, для которых подобные заимствования на рынке капитала ранее были недоступными.
3. Сформирована инфраструктура вторичного рынка корпоративных облигаций на основе создания и использования высокоэффективной технологии, приближенной к торговой и расчетной системам ММВБ.
4. Расширена биржевая торговля корпоративными облигациями не только на фондовых биржах Москвы и Санкт-Петербурга, но и в регионах, где обслуживание облигационных займов пока не налажено, что связано с наличием недостаточно развитой инфраструктуры рынка и низкой ликвидностью этих бумаг у местных эмитентов.
5. Привлечен более широкий круг потенциальных инвесторов (облигационеров), представленных не только известными коммерческими банками и инвестиционными компаниями, но и пенсионными и паевыми фондами, страховыми организациями и частными инвесторами, которые заинтересованы в долгосрочном размещении своих денежных активов и стабильном процентном доходе.

Контрольные вопросы

1. Назовите отличия долговых обязательств от акционерного капитала.
2. Сформулируйте характерные признаки облигаций как эмиссионных ценных бумаг.
3. Приведите примерное содержание проспекта эмиссии корпоративных облигаций.
4. Перечислите случаи досрочного погашения корпоративных облигаций.
5. Назовите причины недостаточного развития рынка корпоративных облигаций в России.
6. Перечислите факторы, оказывающие наибольшее влияние на рынок корпоративных облигаций.
7. Сформулируйте преимущества, которые имеет эмитент вследствие выпуска облигационного займа.

9.4. Финансирование капитальных вложений на основе соглашений о разделе продукции

Для активизации инвестиционного процесса в горнодобывающей промышленности используют соглашения о разделе продукции (СРП). Правовой базой для них служит Федеральный закон от 30.12.1995 г. № 225-ФЗ «О соглашениях о разделе продукции» (в редакции одноименных ФЗ от 14.01.1999 г. и от 18.06.2001 г.). Он регулирует состав участников СРП и порядок их взаимодействия, а также налоговый режим, предоставляемый участникам подобных инвестиционных проектов.

Данным законодательным актом предусмотрено, что вместо обязательной уплаты налогов определяют систему, при которой государство и инвестор заключают соглашение (договор), где на фиксированный срок оговаривают платежи инвестора, а произведенная продукция делится между ними в определенной пропорции.

Соглашение о разделе продукции является договором, в соответствии с которым Правительство РФ предоставляет субъекту предпринимательской деятельности (инвестору) на возмездной основе

и на определенный срок исключительное право на поиск, разведку и добычу минерального сырья на участке недр, указанном в соглашении, и на производство связанных с этим работ за счет своих средств на свой риск. На право пользования участком недр инвестору выдают соответствующую лицензию.

В перечни участков недр включают те из них, в отношении которых имеются обоснования целесообразности их разработки. Разрешают предоставление на условиях раздела продукции не более 30% разведанных и учтенных государственным балансом запасов полезных ископаемых. Основаниями для включения в перечни участков недр, право пользования которыми может быть предоставлено на условиях раздела продукции, являются:

1) Обусловленная объективными факторами убыточность продолжения для пользователей недр и государства разработки месторождений полезных ископаемых, которые являются градообразующими, если их разработка может обеспечить весомый объем добычи минерального сырья, а прекращение разработки может привести к негативным социальным последствиям;
2) Отсутствие технических средств и финансовых ресурсов для освоения новых крупных месторождений полезных ископаемых, за счет разработки которых обеспечивают поддержание экономической безопасности РФ;
3) Необходимость привлечения специальных высокозатратных технологий разработки трудноизвлекаемых, но значительных по объему запасов полезных ископаемых, находящихся в сложных горно-геологических условиях и являющихся остаточными для разрабатываемых месторождений, с целью предотвращения потерь минерального сырья в недрах;
4) Необходимость обеспечения регионов собственным топливно-энергетическим сырьем, создания новых рабочих мест, обеспечения благоприятных социально-экономических условий в дотационных регионах и в районах с низкой занятостью населения;
5) Наличие обязательств РФ о проведении переговоров об условиях соглашений, а также наличие результатов проведения конкурсов или аукционов по предоставлению участков в пользование на условиях раздела продукции и др.

Соглашение заключает Правительство РФ с победителем конкурса или аукциона. Начальные условия конкурсов или аукционов разрабатывают на основе технико-экономических расчетов, выполненных по поручению государственных органов, ответственных за их проведение. Разработку условий недропользования и подготовка проекта соглашения по каждому месторождению полезных ископаемых осуществляют комиссия, созданная Правительством РФ, и орган исполнительной власти соответствующего субъекта РФ. Подписание соглашения со стороны государства осуществляют Правительство РФ и орган исполнительной власти соответствующего субъекта РФ. Предусмотренные в соглашении работы и виды деятельности (работы по соглашению) инвесторы выполняют в соответствии с программами, планами, проектами и сметами, утверждаемыми в порядке, установленном соглашением. Произведенная продукция подлежит разделу между государством и инвестором в соответствии с заключенным соглашением. Часть произведенной продукции, которая является по условиям соглашения долей инвестора, принадлежит ему на праве собственности. Минеральное сырье, принадлежащее инвестору на праве собственности, может быть вывезено с таможенной территории РФ без количественных ограничений экспорта, за исключением случаев, предусмотренных Федеральным законом «О государственном регулировании внешнеторговой деятельности».

В соответствии со ст. 346 гл. 26 «Система налогообложения при выполнении соглашений о разделе продукции» НК РФ инвестор уплачивает следующие налоги и сборы:

- налог на добавленную стоимость;
- налог на прибыль организаций;
- единый социальный налог (ЕСН);
- налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ);
- платежи за пользование природными ресурсами;
- плату за негативное воздействие на окружающую среду;
- плату за пользование водными объектами;
- государственную пошлину;
- таможенные сборы;

- земельный налог;
- акциз, за исключением акциза на подакцизное минеральное сырье, предусмотренного пп. 1 п. 2 ст. 181 НК РФ.

Инвестора освобождают от уплаты региональных и местных налогов по решению соответствующего законодательного органа государственной власти или представительного органа местного самоуправления. Сумма уплачиваемых инвестором налога на добавленную стоимость, единого социального налога, платежей за пользование природными ресурсами, платы за пользование водными объектами, государственной пошлины, таможенных сборов, земельного налога, акциза, а также суммы платы за негативное воздействие на окружающую среду подлежат возмещению в соответствии с налоговым законодательством.

Инвестор не уплачивает налог на имущество организаций в отношении основных средств, нематериальных активов, запасов и затрат, которые находятся на балансе налогоплательщика и используются исключительно для осуществления деятельности, предусмотренной соглашениями.

Инвестор не уплачивает транспортный налог в отношении принадлежащих ему транспортных средств (за исключением легковых автомобилей), используемых исключительно для целей соглашения.

Сумму налога на добычу полезных ископаемых при добыче нефти и газового конденсата из нефтегазоконденсатных месторождений определяют как произведение соответствующей налоговой ставки, исчисленной с учетом коэффициента, характеризующего динамику мировых цен на нефть, и величины налоговой базы. Налоговую базу при добыче нефти и газового конденсата из нефтегазоконденсатных месторождений определяют как количество добытых полезных ископаемых в натуральном выражении в соответствии со ст. 339 «Порядок определения количества добытого полезного ископаемого» НК РФ.

Налоговую базу определяют отдельно по каждому соглашению.

Особенности определения налоговой базы, исчисления и уплаты налога на прибыль организаций при выполнении соглашений отражены в ст. 346 НК РФ. Исходя из положений данной статьи,

прибылью налогоплательщика признают его доход от выполнения соглашения, пониженный на величину понесенных расходов. Доходами налогоплательщика от выполнения соглашения признают стоимость прибыльной продукции, принадлежащей инвестору в соответствии с условиями соглашения, а также внереализационные доходы, перечисленные в ст. 250 НК РФ.

Стоимость прибыльной продукции определяют как произведение объема прибыльной продукции и цены произведенной продукции, установленной соглашением, за исключением цены нефти сырой марки «Юралс» в долларах США за один баррель (п. 5 ст. 346 НК РФ).

Расходами налогоплательщика признают обоснованные и документально подтвержденные расходы, произведенные (понесенные) налогоплательщиком при выполнении соглашения. Состав расходов, размер и порядок их признания определяют в соответствии с гл. 25 «Налог на прибыль организаций» НК РФ.

Расходы налогоплательщика систематизируют на:

1. возмещаемые за счет компенсационной продукции (возмещаемые расходы);
2. понижающие налоговую базу по налогу на прибыль.

Возмещаемыми признают расходы налогоплательщика, понесенные в отчетном (налоговом) периоде для выполнения работ по соглашению в соответствии с программой работ и сметами расходов.

Возмещаемые расходы предусматриваются в соглашении и утверждаются управляющим комитетом. Их постатейный состав представлен в п. 9 ст. 346 НК РФ. Данные расходы подлежат возмещению налогоплательщику в размере, не превышающем установленного соглашением предельного уровня компенсационной продукции.

Компенсационную продукцию за отчетный (налоговый) период вычисляют путем деления подлежащей возмещению суммы расходов налогоплательщика на цену продукции, определяемую в соответствии с условиями соглашения.

Если размер возмещаемых расходов не достигнет предельного уровня компенсационной продукции в отчетном (налоговом) периоде, то налогоплательщику возвращают всю сумму возмещаемых

расходов. Если размер возмещаемых расходов превысит предельный уровень компенсационной продукции в отчетном (налоговом) периоде, то возмещение расходов осуществляют в размере их предельного уровня. Невозмещенные в отчетном (налоговом) периоде расходы подлежат включению в состав возмещаемых расходов следующего отчетного (налогового) периода.

Расходы капитального характера принимают к возмещению при условии соблюдения требования об использовании доли товаров российского происхождения при проведении работ по соглашению о разделе продукции (ст. 7 ФЗ «О соглашениях о разделе продукции»). Несоблюдение указанного требования служит основанием для отказа в возмещении соответствующих затрат инвестора.

Налогоплательщик обязан вести раздельный учет доходов и расходов по каждому соглашению. При отсутствии раздельного учета применяют общий порядок налогообложения прибыли, установленный гл. 25 «Налог на прибыль организаций» НК РФ.

При выполнении соглашений налог на добавленную стоимость уплачивают в соответствии с положениями гл. 21 «Налог на добавленную стоимость» НК РФ (с учетом особенностей уплаты налога, приведенных в ст. 346 НК РФ).

Не подлежат налогообложению (освобождаются от налога):

1) Передача на безвозмездной основе имущества, необходимого для выполнения работ по соглашению, между инвестором по соглашению и оператором соглашения в соответствии с программой работ и сметой расходов, которые утверждены в установленном порядке;

2) Передача организацией, являющейся участником не имеющего статуса юридического лица объединения организаций, выступающего в качестве инвестора в соглашении, другим участникам такого объединения соответствующей доли произведенной продукции, полученной инвестором по условиям соглашения;

3) Передача налогоплательщиком в собственность государства вновь созданного или приобретенного им имущества, использованного для выполнения работ по соглашению и подлежащего передаче государству в соответствии с условиями соглашения.

По всем уплачиваемым налогам налогоплательщик представляет в налоговые органы по местонахождению участка недр, предоставленного в пользование на условиях соглашения, налоговые декларации по каждому налогу, по каждому соглашению отдельно от другой деятельности. Формы налоговых деклараций и порядок их заполнения утверждает Министерство финансов РФ.

Государственный контроль за исполнением соглашений о разделе продукции осуществляют федеральные органы исполнительной власти в соответствии с их компетенцией совместно с органами исполнительной власти субъектов РФ. Соглашения о разделе продукции привлекательны для государства тем, что, в отличие от других форм заимствований и лицензионных соглашений (концессий), не грозят государству усилением долгового бремени и потерей контроля над недрами и сырьевыми ресурсами. Суверенные права государства над недрами сохраняются, поскольку речь идет об их аренде на определенный срок. При этом разведку и добычу полезных ископаемых, а также другие работы инвестор проводит за свой счет. В случае неудачи понесенные затраты ему никто не компенсирует. Тем не менее соглашения о разделе продукции привлекательны и для инвесторов тем, что обеспечивают им стабильную работу в течение длительного времени.

Согласно законодательству РФ, условия соглашения сохраняют свою силу в течение всего срока действия. Коррективы в соглашение вносят только с согласия сторон, а также по требованию одной стороны в случае существенного изменения обстоятельств, исходя из Гражданского кодекса РФ. В случае, если в течение срока действия соглашения законодательством РФ, а также правовыми активами субъектов РФ будут установлены нормы, ухудшающие результаты коммерческой деятельности инвесторов в рамках соглашения, то в него вносят изменения, обеспечивающие инвестору финансовые результаты, которые могли бы быть им получены при применении действовавших ранее законодательных актов (на момент заключения соглашения). Данное положение об изменении условий соглашения не применяют в случае, если законодательством РФ вносятся изменения в стандарты (нормы и правила) по безопасному ведению горных работ, сохранению недр, окружающей природной среды и здоровья населения, в том числе для

приведения их в соответствие с аналогичными международными стандартами.

Соглашения о разделе продукции не гарантируют инвесторам отсутствие коммерческого риска, связанного с падением цен на нефть и спроса на нее. В настоящее время иностранных инвесторов в России интересуют нефтяные месторождения, хотя такая форма инвестирования возможна и при разработке твердых полезных ископаемых (золота, серебра, цветных и редких металлов). Данные соглашения создают благоприятные возможности для привлечения иностранных инвестиций в сырьевой сектор экономики России.

Контрольные вопросы

1. Какие перспективы открывают соглашения о разделе продукции для активизации инвестиционной деятельности в РФ?
2. Назовите объекты соглашений о разделе продукции.
3. Приведите основания для включения в перечни участков недр, право пользования которыми может быть представлено на условиях раздела продукции.
4. Перечислите налоги, уплачиваемые инвесторами в рамках соглашений о разделе продукции.
5. Раскройте содержание гарантий, предоставляемых Российской Федерацией иностранным инвесторам.

9.5. Концессионные соглашения

При использовании концессионных соглашений одна сторона (концессионер) обязуется создать и/или реконструировать предусмотренное в этом соглашении недвижимое имущество (объект концессионного соглашения), право собственности на которое принадлежит (будет принадлежать) другой стороне (концеденту), а также осуществлять эксплуатацию объекта соглашения. Концедент обязуется предоставить концессионеру на срок, определенный соглашением, право владения и пользования объектом недвижимости в целях коммерческой деятельности.

Концессионное соглашение представляет собой договор, в котором содержатся элементы различных договоров, предусмотренных ГК РФ. Объект концессионного соглашения, подлежащий реконструкции на момент заключения соглашения, должен находиться в собственности концедента и быть свободным от прав третьих лиц. К реконструкции объекта концессионного соглашения относят мероприятия по его переустройству, изменению технологического или функционального назначения данного объекта или его отдельных частей, иные мероприятия по улучшению характеристик и эксплуатационных свойств. Изменение целевого назначения объекта концессионного соглашения не допускается. Продукция и доходы, полученные концессионером в результате проведения деятельности, определенной соглашением, принадлежат концессионеру на праве собственности.

Концессионер несет риск случайной гибели или повреждения объекта концессионного соглашения. Этим соглашением на него может быть возложена обязанность по страхованию за свой счет объекта недвижимости.

Концессионное соглашение может предусматривать предоставление концедентом во владение и пользование концессионера имущества, принадлежащего концеденту на праве собственности, образующего единое целое с объектом концессионного соглашения. Имущество, созданное или приобретенное концессионером при исполнении соглашения, принадлежит ему на праве собственности. Концессионер несет расходы по исполнению обязательств по концессионному соглашению, осуществляет учет объекта соглашения на отдельном балансе и начисляет по нему амортизацию. Концессионеры вводят в эксплуатацию созданные или реконструированные объекты в порядке, установленном законодательством РФ.

К объектам концессионного соглашения относят следующие виды объектов недвижимого имущества:

- автомобильные дороги и инженерные сооружения транспортной инфраструктуры;
- объекты железнодорожного транспорта;
- объекты трубопроводного транспорта;

- морские и речные порты;
- аэродромы и объекты производственной и инженерной инфраструктуры аэропортов;
- гидротехнические сооружения;
- метрополитен и другой транспорт общего пользования;
- объекты, используемые для осуществления лечебно-профилактической, медицинской деятельности, организации отдыха граждан и туризма;
- объекты здравоохранения, образования, культуры и спорта и иные объекты социально-культурного и социально-бытового назначения.

В качестве сторон концессионного соглашения выступают:

1) концедент — Российская Федерация в лице Правительства РФ или уполномоченные им органы федеральной исполнительной власти либо органы исполнительной власти субъектов РФ и органы местного самоуправления;
2) концессионер — индивидуальный предприниматель, отечественное или иностранное юридическое лицо либо действующие без образования юридического лица по договору простого товарищества (договору о совместной деятельности) два и более указанных юридических лица.

Перемена лиц по концессионному соглашению (путем уступки требования или перевода долга) возможна с согласия концедента с момента ввода в эксплуатацию объекта концессионного соглашения. Концессионер не вправе передавать в залог свои права по концессионному соглашению.

Срок действия концессионного соглашения определяют в этом соглашении с учетом срока создания и/или реконструкции объекта, объема инвестиций и срока их окупаемости, а также других обязательств концессионера по заключенному соглашению.

Концессионным соглашением предусматривают плату, вносимую концессионером концеденту в период эксплуатации объекта концессионного соглашения. Размер концессионной платы, форма, порядок и сроки ее внесения устанавливают в данном соглашении.

Концессионную плату можно вносить в форме:

- определенных в твердой сумме платежей, вносимых периодически или единовременно в бюджетный фонд соответствующего уровня;
- установленной доли продукции или доходов, полученных концессионером в результате осуществления деятельности по концессионному соглашению;
- передачи концеденту в собственность имущества, находящегося в собственности концессионера;
- смешанного (комбинированного) способа внесения концессионной платы.

Концессионное соглашение должно содержать следующие существенные условия:

1) Обязательства концессионера по созданию и/или реконструкции объекта концессионного соглашения, соблюдение сроков его создания и/или реконструкции;
2) Обязательства концессионера по проведению деятельности, предусмотренной соглашением;
3) Срок действия концессионного соглашения;
4) Состав и описание объекта соглашения;
5) Порядок предоставления концессионеру земельного участка для осуществления деятельности, определенной соглашением;
6) Цели и срок использования (эксплуатации) объекта соглашения;
7) Другие, предусмотренные федеральным законодательством существенные условия, а именно:
   - объем производства товаров (услуг);
   - порядок и условия установления и изменения цен на товары и услуги;
   - объем инвестиций в объект концессионного соглашения;
   - срок сдачи в эксплуатацию объекта соглашения;
   - обязательства концессионера по реализации производимых товаров (услуг) на внутреннем рынке в течение срока, определенного концессионным соглашением, и др.

Конкурс на право заключения концессионного соглашения может быть:

- открытым — заявки на участие в конкурсе могут представлять любые лица;
- закрытым — заявки на участие в конкурсе могут представлять лица, которым направлены приглашения принять участие в таком конкурсе, исходя из решения о заключении концессионного соглашения.

Правительством РФ может быть определен официальный сайт в сети Интернет, на котором размещают информацию о проведении всех открытых конкурсов. Решение о заключении концессионного соглашения принимает концедент.

Контрольные вопросы

1. Цель заключения концессионных соглашений.
2. Перечислите объекты этих соглашений.
3. Назовите субъектов концессионных соглашений.
4. В какой форме можно вносить концессионную плату?
5. Раскройте содержание концессионного соглашения.

Глава 10
Инвестиционное бюджетирование

Изучив материал данной главы, вы сможете:

- ознакомиться с основами инвестиционного планирования и бюджетирования;
- рассмотреть процесс разработки инвестиционного бюджета;
- изучить содержание бюджетного регламента;
- ознакомиться с составом инвестиционного бюджета;
- охарактеризовать методы отбора проектов для включения их в инвестиционный бюджет;
- выяснить, как проводить анализ и оценку исполнения инвестиционного бюджета.

10.1. Инвестиционное планирование в системе бюджетного управления

Планирование как важное звено управления предусматривает подготовку и принятие на базе выбранных параметров управленческих решений, связанных с будущим развитием предприятия. Основное требование, предъявляемое к системе планирования, — это его целенаправленность, то есть систематическая постановка и подготовка необходимых для ее достижения мероприятий. Иными словами, это процесс разработки и принятия различных планов (производственных, финансовых и инвестиционных).

Особое место в общей системе управления занимает финансовое планирование, которое представляет собой сложный процесс прогноза денежных поступлений и платежей предприятия. При дефиците или излишке платежных средств финансовое планирование позволяет выявить и отобрать наиболее эффективные с точки зрения платежей варианты совершения хозяйственных операций. Его можно представить как планирование потока платежных средств и платежей по обязательствам предприятия в разрезе следующих направлений:

- прогноз денежных потоков (притока и оттока денежных средств);
- определение необходимого объекта капиталовложений по предприятию в целом и по отдельным инвестиционным проектам;
- прогноз источников финансирования капиталовложений (внутренних и внешних).

В отличие от финансового, под инвестиционным планированием понимают подготовку и принятие решений относительно целей, сроков, затрат и финансовых результатов по реализуемым проектам, включенным в капитальный бюджет.

Инвестиционное планирование имеет ряд особенностей, которые следует учитывать в процессе принятия управленческих решений.

1. Инвестиционные объекты планируют нерегулярно, поэтому доходы от них получают также неравномерно — после ввода их в эксплуатацию и выхода на проектную мощностью. Поэтому необходимо учитывать временные сдвиги платежей по реальным инвестициям и денежных поступлений от них.
2. Продолжительность планового периода инвестирования определяют техническим и экономическим сроками жизни проекта, поэтому важно установить период (момент времени), в котором соотношение денежных выплат и поступлений будет сопоставимым.
3. Информация, связанная с планированием долгосрочных инвестиций по периодам (шагам расчетного периода), поступает в распоряжение руководства предприятия. Она носит

закрытый характер. Если при планировании инвестиций по конкретным проектам необходимо принять решение о внешнем финансировании, то такая информация (в составе бизнес-плана проекта) может быть предоставлена внешним пользователям (инвесторам и кредиторам).

4. Высокий уровень риска, связанный с принятием и реализацией долгосрочных инвестиционных проектов.

Основой планирования и его отправной точкой является стратегический план, в котором отражают цели, стратегию развития предприятия на длительную перспективу, способы ее реализации, обеспечивающие финансовую устойчивость, платежеспособность, прибыльность его работы и другие параметры на весь период планирования. В этом документе дают подробное структурированное описание последовательности действий для достижения долгосрочных целей, поддающихся количественному измерению (например, рост объема продаж и прибыли, рентабельности активов, собственного капитала и инвестиций, курсовой стоимости акций)

Взаимосвязь между стратегическим планом и другими его видами можно проследить на рис. 10.1.

Из приведенной схемы можно сделать вывод, что инвестиционный план тесно связан со стратегическим и финансовым планом, а инвестиционный бюджет — с операционными и финансовыми бюджетами предприятия.



Рис. 10.1. Взаимосвязь между системой планов на предприятии, реализующем инвестиционные проекты

Характерно отметить, что инвестиционную деятельность предприятий осложняют: отсутствие стратегии развития, структурированного и комплексного подхода к организации инвестиционного процесса, а также его недостаточная экономическая обоснованность. Поэтому для обеспечения реализации стратегических целей предприятиям-застройщикам целесообразно внедрять комплексную систему планирования, анализа и контроля основных показателей инвестиционной деятельности на средне- и долгосрочную перспективу.

Для более эффективного управления инвестиционными проектами планы их реализации разбивают на несколько бюджетов, имеющих более короткий срок исполнения (месяц, квартал, год), что предоставляет более широкую возможность по корректировке сводного плана реального инвестирования. Успешность внедрения системы инвестиционного планирования и бюджетирования зависит прежде всего от качества менеджмента на предприятии. Поэтому для того чтобы добиться высокого уровня управления инвестиционной деятельностью целесообразно внедрять такую управляющую систему, где каждому уровню управления будут четко соответствовать определенные обязанности и полномочия. В качестве такого инструмента используют систему бюджетного управления инвестиционной деятельностью, которая обеспечивает комплексный подход для координации процедур разработки, анализа, внедрения и контроля за исполнением бюджетов.

Контрольные вопросы

1. Раскройте содержание понятий «планирование» и «инвестиционное планирование».
2. Охарактеризуйте взаимосвязь между стратегическим, финансовым и инвестиционным планированием.
3. Расскажите о взаимной связи инвестиционного планирования и бюджетирования.

10.2. Необходимость и возможность внедрения системы бюджетного управления на предприятии

Бюджетное управление базируется на взаимосвязи процессов учета, анализа, планирования и контроля на предприятии.

Бюджетирование — это комплексный интегрированный процесс планирования и контроля хозяйственных операций. Разработка бюджетов имеет своей целью реализацию стратегических установок через более детальные и конкретные процедуры, то есть представляет собой выбор оптимального решения и наиболее приемлемых в данной хозяйственной ситуации методов и приемов управления финансовыми ресурсами и денежными потоками.

Основная цель бюджетного процесса — установить, когда, где и как следует использовать различные ресурсы, чтобы предприятие достигло максимальной эффективности своей работы.

Бюджеты иногда называют тактическими планами, хотя между этими понятиями имеются существенные различия. «План» — это система целей и стратегий предприятия. «Бюджет» — выражение целей и стратегий в различных финансовых показателях, зависимостях и отклонениях от плана.

Отдельные авторы предлагают неадекватные подходы к пониманию термина «бюджетирование»:

1) как процесс преобразования планов предприятия в показатели доходов и расходов, платежей и поступлений, то есть в абсолютные финансово-экономические показатели;
2) как технологию организационно-аналитической поддержки, предназначенную для повышения экономической обоснованности принимаемых управленческих решений;
3) как инструмент повышения материальной заинтересованности и ответственности руководителей производственных подразделений и филиалов предприятий за результаты финансово-хозяйственной деятельности.

Основным достоинством третьего подхода к бюджетированию является разработка эффективной системы управления, основанной на ответственности управляющих за показатели доходов, расходов, прибыли и инвестиций, — так называемый принцип «управления по центрам ответственности». Данный принцип может быть реализован через:

- разработку обоснованной системы операционных и финансовых бюджетов;
- формирование центров финансовой ответственности (ЦФО) по доходам, расходам, прибыли и инвестициям;

- делегирование полномочий по принятию решений непосредственно руководителям ЦФО (в пределах их компетенции);
- мотивацию и ответственность руководителей ЦФО за исполнение (неисполнение) бюджетов;
- контроль за исполнением бюджетов по отклонениям.

Бюджетирование имеет следующие преимущества:

- исполнять цели краткосрочного планирования, в результате чего предприятие оказывается на один шаг ближе к достижению глобальных (стратегических) целей, в соответствии с которыми происходит его рост и развитие;
- анализировать и контролировать деятельность как отдельных подразделений, так и предприятия в целом на основе конкретных показателей бюджетов соответствующих уровней;
- усилить положительное воздействие на мотивацию и настрой коллектива предприятия;
- координировать работу всех отделов и служб фирмы;
- минимизировать количество контрольных параметров планов и бюджетов, что позволяет сократить непроизводительные расходы рабочего времени персонала финансово-экономической службы;
- осуществлять экономию денежных ресурсов хозяйствующего субъекта и др.

Отдельные специалисты полагают, что бюджетирование применимо только для краткосрочного планирования. Однако все краткосрочные планы взаимоувязаны с планом стратегического развития, поскольку являются его составной частью, но на более короткий интервал времени. Основа определения краткосрочных целей — бизнес-план. Показатели бизнес-плана должны соответствовать параметрам бюджетов за аналогичный период (квартал, месяц) исходя из уровня детализации. Таким путем обеспечивают взаимосвязь процессов краткосрочного и долгосрочного планирования.

Многие специалисты, занимающиеся практическими аспектами внедрения бюджетирования на российских предприятиях, отмечают улучшение важнейших параметров их деятельности, таких как

увеличение объема делового оборота (объема продаж) и прибыли, снижение дебиторской задолженности и потребности в заемных средствах. Недостатки бюджетирования обычно связаны с уровнем квалификации сотрудников предприятия, финансовым менталитетом собственников и менеджеров, с возможностями технического воплощения и формализации бюджетов. Необходимо также отметить сложность и относительную дороговизну формирования бюджетов. Бюджеты ориентированы на финансовые показатели. Однако в современной экономике успех в конкурентной борьбе во многом зависит от скорости и качества обслуживания клиентов, уровня удовлетворения потребностей покупателей, от деловой репутации поставщика продукции (работ и услуг) и других нефинансовых показателей.

Чтобы исключить влияние негативных факторов, в процессе составления и исполнения бюджетов целесообразно соблюдать следующие правила.

1) Бюджеты должны быть структурированными, доступными для понимания и достаточно подробными (представительными).
2) Подготовка, анализ и утверждение бюджета представляют собой единый процесс, открытый к изменениям внутренней и внешней среды и построенный на базе информации, скоординированной между структурными подразделениями.
3) Параметры бюджетов не должны быть как слишком жесткими, так и неоправданно заниженными, что не требует усилий для их достижения, то есть они могут быть реальными и документально обоснованными.

Таким образом, процесс бюджетирования представляет собой инструмент управления, позволяющий повысить объективность и точность финансово-экономического планирования и оценить эффективность работы структурных подразделений предприятия. Все преимущества, которые дает бюджетирование, позволяют считать этот процесс полноценной технологией информационно-аналитической поддержки управляющей системы, позволяющей повысить обоснованность расходов, улучшить качество прогноза доходов, а также установить взаимосвязь между целевыми показателями и затратами на их достижение.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте понятие «бюджетирование».
2. Назовите виды центров финансовой ответственности.
3. Назовите основные достоинства бюджетного управления.
4. Приведите примеры отдельных недостатков бюджетирования и путей их устранения.
5. Расскажите об основных правилах бюджетирования.

10.3. Цель и задачи инвестиционного бюджетирования

Инвестиционное бюджетирование выражает процесс выбора и реализации наиболее эффективных капитальных проектов с позиции максимизации уровня доходности и минимизации источников их финансирования.

Инвестиционный (капитальный) бюджет — плановый документ, где показывают капитальные вложения по направлениям их использования (с детализацией по отдельным проектам и мероприятиям), а также источники их финансирования (внутренние и внешние). В аналитических целях часто разрабатывают отчет об исполнении этого бюджета за определенный период (год, квартал).

Период бюджетирования устанавливают исходя из характера и продолжительности реализации отдельных проектов и мероприятий (например, установка новых производственных линий, замена выбывшего из строя оборудования, расширение и улучшение ассортимента выпускаемой продукции, удовлетворение требований экологической безопасности).

По экономической природе капитальный бюджет относится к инвестиционному планированию и бюджетированию. Однако если рассматривать бюджетирование капитальных вложений с позиции выбора наилучшего способа их финансирования, то инвестиционный бюджет можно интерпретировать как финансовый, тесно связанный с бюджетами движения денежных средств и по балансовому листу.

Для различных предприятий капиталовложения имеют неодинаковое значение, которое определяется масштабами производ-

ственно-коммерческой деятельности, отраслевыми особенностями, темпами развития и другими факторами.

В процессе бюджетирования решают следующие основные задачи:

- соответствие инвестиционного предложения стратегическим целям компании;
- учет фактора времени и стоимости капитала при рассмотрении проекта;
- соотношение риска и доходности реальных инвестиций;
- необходимость проведения анализа инвестиционных затрат и выгод (прибыли) по каждому проекту;
- знание максимальной выгодности (эффективности) инвестиционного предложения;
- отслеживание выполнения работ по проектам и сравнение результатов с первичными ожиданиями (в процессе мониторинга проекта);
- влияние проекта на финансовое состояние компании;
- расчет возможного денежного потока за весь срок жизни проекта.

Указанные задачи целесообразно учитывать при разработке и исполнении инвестиционного бюджета. По мере расширения масштабов бизнеса повышается значимость для предприятий долгосрочных инвестиций в основной капитал. Стратегические решения по капиталовложениям могут существенно повлиять на развитие предприятия.

Инвестиционный бюджет зависит от набора следующих факторов: будущих возможностей, рентабельности инвестиций, использования производственных мощностей, периода окупаемости вложенных средств, выбора момента инвестирования, проектного риска, степени технологического устаревания оборудования и др.

Ключевой вопрос, решаемый при анализе капиталовложений: реализовать новый проект или заменить существующие элементы основного капитала?

К основным видам решений, принимаемых по капиталовложениям, можно отнести:

- программу снижения издержек производства;
- замену реальных активов;

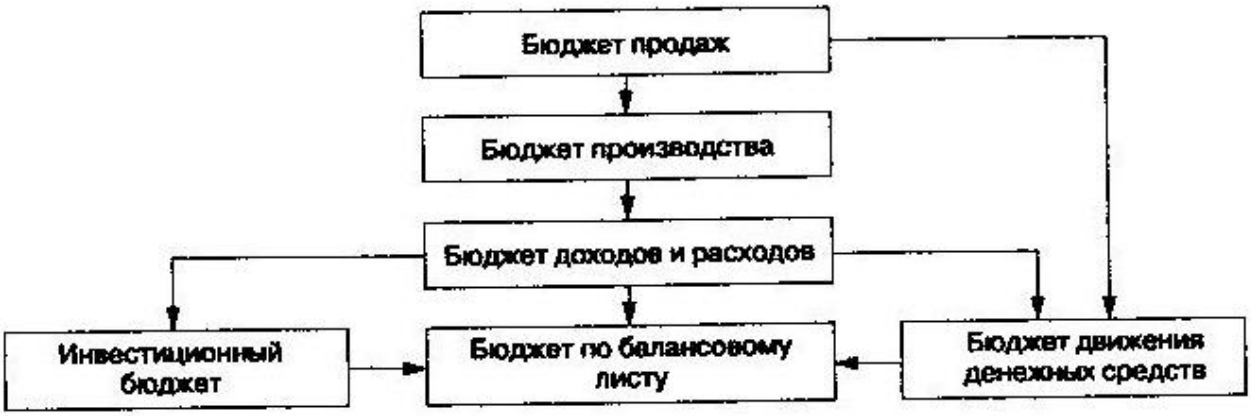

Рис. 10.2. Структура главного бюджета предприятия

- создание новых производственных мощностей или расширение имеющихся;
- осуществление рекламных кампаний;
- оценку слияний и поглощений;
- инвестирование на некоммерческие нужды (охрану окружающей среды, социальные мероприятия и др.);
- программу внедрения новых технологий (инноваций).

Поскольку инвестиционные решения принимают в условиях неопределенности, то целесообразно оценить риск, связанный с капиталовложениями, и рассмотреть развитие проекта во времени. Ключевая задача инициатора проекта — минимизировать вероятность принятия неправильных управленческих решений.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте понятие «инвестиционное бюджетирование».
2. Назовите задачи, решаемые в процессе бюджетирования.
3. Перечислите основные виды решений, принимаемых по капиталовложениям.

10.4. Информационная база для составления инвестиционного бюджета

Многие предприятия часто имеют дело не с отдельными проектами, а с инвестиционным портфелем, состоящим из нескольких

проектов. Отбор и реализацию проектов из этого портфеля осуществляют в рамках разработки инвестиционного бюджета (бюджета капиталовложений). Обоснованный план финансирования определяет эффективность реализации инвестиционного проекта. В инвестиционной практике данный финансовый план получил название «бюджет реализации инвестиционного проекта». Бюджет выражает оперативный план краткосрочного характера (на период до одного года). В этот план включают затраты и поступления средств, связанные с реализацией проекта.

Исходной информацией для составления данного бюджета служат:

1) оперативный (календарный) план реализации проекта;
2) общая стратегия и тактика финансирования проекта за счет собственных, заемных и привлеченных источников;
3) сметная документация на выполнение отдельных видов строительно-монтажных работ, разработанная на проект в целом;
4) предварительный график денежного потока, составленный на основе ТЭО и бизнес-плана проекта;
5) финансовое положение инициатора проекта в текущем периоде и прогноз на будущее.

Успешная реализация каждого инвестиционного проекта, включенного в капитальный бюджет, во многом зависит от своевременной и качественной разработки плана его осуществления. Подобный плановый документ в практике реального инвестирования получил название календарного плана (графика) реализации проекта. Он отражает объемы, сроки и исполнителей отдельных видов работ.

Формы временной дифференциации календарного плана следующие:

- годовой график реализации проекта в разрезе отдельных видов строительно-монтажных работ;
- квартальный план работ;
- месячный план работ по реализации проекта;
- декадные задания на выполнение отдельных видов работ по проекту.

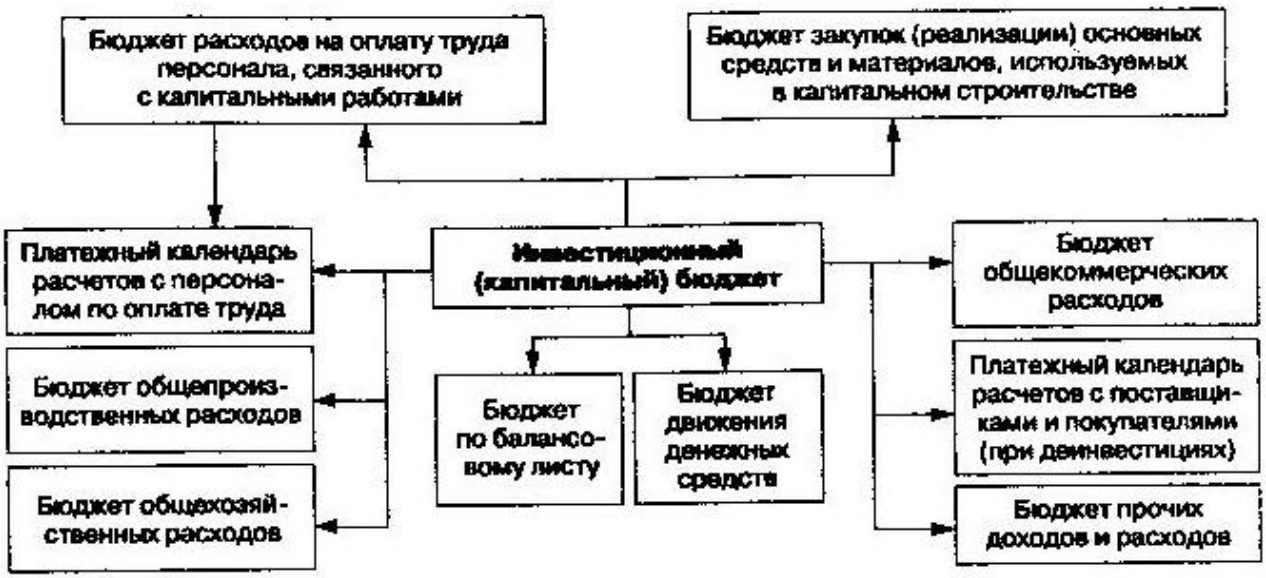

Рис. 10.3. Взаимодействие инвестиционного (капитального) бюджета с другими оперативными финансовыми планами предприятия

В календарный план включают также основные формы его функциональной дифференциации:

- подготовку проекта к реализации (отвод земельного участка, разработка проектно-сметной документации, заключение договора строительного подряда и т. д.);
- производство строительно-монтажных работ;
- ввод проекта в эксплуатацию (включая выполнение пусконаладочных работ);
- освоение проектных мощностей.

Разработанный застройщиком (совместно с генеральным подрядчиком) календарный план реализации проекта рассматривает и утверждает руководитель центра инвестиций предприятия-проектоустроителя.

Информационной базой для внедрения системы инвестиционного бюджетирования служит также регламент документооборота и график обмена информацией между центрами ответственности предприятия-проектоустроителя. С помощью графика увязывают все процедуры и регламенты бюджетирования в единый контур бюджетного управления.

Руководство по бюджету (бюджетный регламент) — набор инструкций, отражающих политику, организационную структуру предприятия, разделение прав, обязанностей и ответственности исполнителей по вопросам бюджетного управления.

С помощью приведенной информации можно составить обоснованный инвестиционный бюджет по предприятию в целом и его отдельным филиалам. Для его разработки часто привлекают информацию, представленную в операционных и финансовых бюджетах. Поэтому инвестиционный бюджет тесно связан с другими оперативными планами предприятия (рис. 10.3).

Контрольные вопросы

1. Какая информация используется для разработки инвестиционного бюджета?
2. Раскройте роль календарного плана в реализации проекта.
3. Сформулируйте необходимость составления бюджетного регламента (руководства по бюджету).

10.5. Процесс разработки инвестиционного бюджета

Ключевая цель планирования капитальных вложений — обеспечение реализации проекта с предусмотренными строительными нормами и правилами, объемами и технологиями. Поскольку объем и структуру капитальных затрат предварительно обосновывают в ТЭО проекта, то расчеты этих затрат в бюджете на предстоящий год (квартал) сводят к следующим процедурам:

1) выделению из общего объема капиталовложений той их доли, которая относится к рассматриваемому текущему периоду;
2) уточнению объема капитальных затрат текущего периода исходя из требований подрядчика по внесению изменений в технологию производства строительно-монтажных работ;
3) корректировке объема и структуры капиталовложений в связи с изменением цен в текущем периоде на строительные материалы, энергоресурсы, оборудование, транспортные услуги и т.д.;
4) уточнению первоначального объема капитальных затрат с учетом финансового резерва, предусмотренного в договоре с подрядчиком, на возмещение непредвиденных расходов.

Регулярность и объем корректировок зависит от ряда факторов, вызывающих изменения бюджета:

- отсутствия стабильности в работе — чем нестабильнее работа застройщика или подрядчика, тем чаще следует корректировать инвестиционный бюджет;
- вида показателя, входящего в бюджет (например, если это объем капиталовложений, то в данной ситуации придется изменить все параметры бюджета);
- длительности периода планирования — чем больше этот период и выше сложность инвестиционного бюджета, тем реальнее вероятность возможных изменений;
- вида бюджета — годовой бюджет целесообразно пересматривать ежеквартально.

Процесс подготовки инвестиционного бюджета, его взаимосвязь с процессами стратегического, оперативного и инвестиционного планирования, а также отражение показателей инвестиционного бюджета в других бюджетах показаны на рис. 10.4. Приведенная схема подтверждает взаимосвязь различных уровней процесса

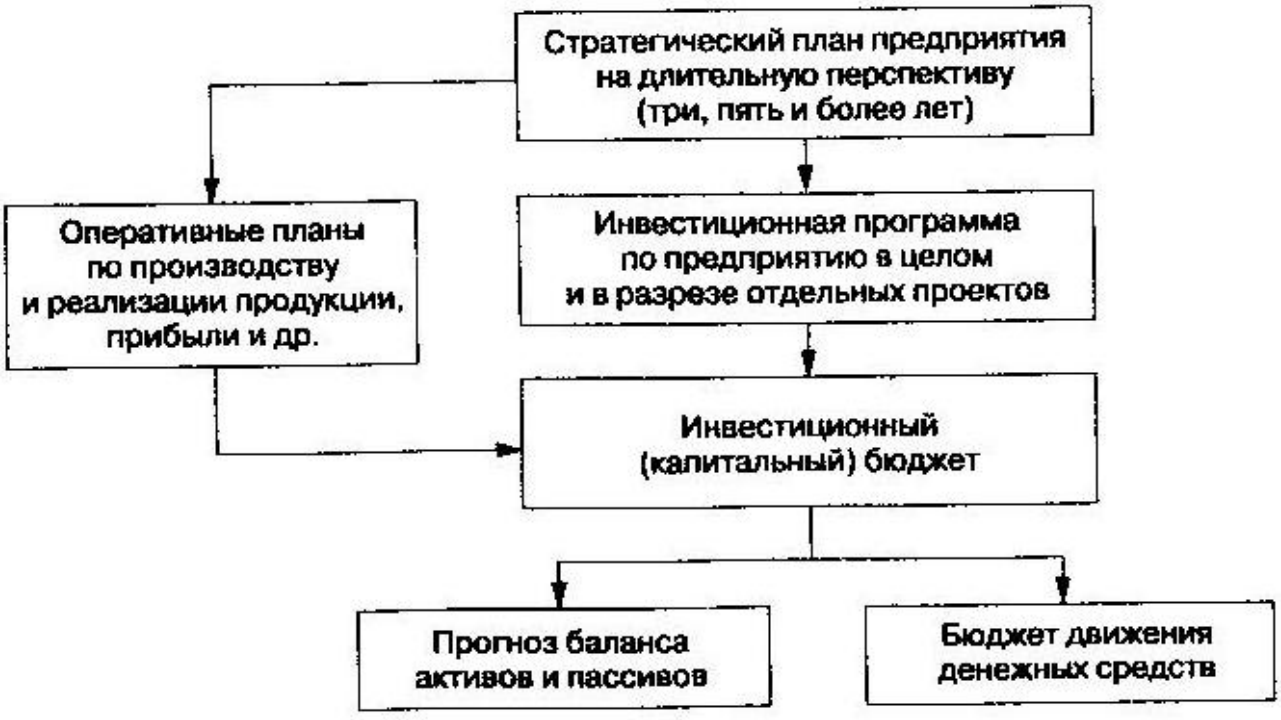

Рис. 10.4. Процедура разработки инвестиционного бюджета

планирования, а также показывает интеграцию инвестиционного бюджета в этот процесс.

Поступление средств при разработке инвестиционного бюджета включает приток денежных ресурсов в разрезе отдельных источников: собственных, заемных и привлеченных.

Процесс разработки доходного раздела бюджета включает следующие процедуры:

1) уточнение объема поступления средств, который должен соответствовать суммарным капитальным вложениям;
2) уточнение источников поступления средств по их структуре (внутренних и внешних);
3) обеспечение соответствия по времени потока инвестиционных ресурсов (источников средств) с потоками капитальных затрат.

По срокам планирования инвестиционный бюджет подразделяют на годовой (с поквартальной разбивкой показателей) и квартальный (с помесячным распределением доходов и капитальных затрат).

В процессе бюджетирования капиталовложений применительно к конкретным проектам выделяют следующие этапы:

- одобрение технико-экономических оценок проекта;
- утверждение проекта;
- распределение ответственности и полномочий по его реализации;
- последующее сопровождение проекта.

Предложение по капиталовложениям должно содержать описание будущего проекта: дату начала и окончания проекта; его организационное и информационное обеспечение; источники финансирования; параметры эффективности проекта и пр. Если проекты превышают установленные лимиты по объему капиталовложений, то требуется специальное утверждение руководства предприятия. Проект, который не удовлетворяет ожидаемым показателям или под влиянием текущих обстоятельств перестает быть необходимым, может быть приостановлен.

В процессе бюджетирования капиталовложений необходимо найти ответы на следующие вопросы.

1. Соответствует ли инвестиционное предложение долгосрочным целям предприятия?
2. Учитываются ли внешние факторы при подготовке бюджета капиталовложений: политические, экономические, производственные, маркетинговые и другие условия?
3. Направлен ли проект на укрепление финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия?
4. Каково качество финансово-экономических параметров проекта?
5. В каком порядке определен возможный денежный поток от проекта?
6. Как учтены в проекте инвестиционные риски?
7. Принято ли во внимание соотношение риск/доходность?
8. Приняты ли во внимание время и стоимость денег при рассмотрении предложения?
9. Изучают ли выполнение работ по проекту на периодической основе и сравнивают ли результаты с первичными ожиданиями?

Ответы на многие из этих вопросов могут быть найдены в технико-экономическом обосновании и бизнес-плане инвестиционного проекта.

Контрольные вопросы

1. В каком порядке определяют капитальные затраты по проекту?
2. Чем вызвана необходимость корректировок первоначальных параметров проекта?
3. Раскройте содержание процесса подготовки инвестиционного бюджета.
4. Назовите процедуры разработки доходного и расходного разделов бюджета.

5. Назовите ключевые вопросы, решаемые в процессе инвестиционного бюджетирования.

10.6. Содержание инвестиционного плана (бюджета) предприятия

Капитальный бюджет реализации проекта включает два раздела:

- капитальные затраты по видам;
- источники финансирования капитальных вложений.

Формат капитального бюджета предприятия представлен в табл. 10.1.

Капитальные вложения представляют собой затраты на приобретение долгосрочных активов, функционирующих на протяжении продолжительного периода (свыше года) с постепенной амортизацией стоимости. К капитальным затратам относят обычно первоначальную стоимость введенных в строй зданий, сооружений, машин, оборудования и других основных средств, а также стоимость приобретаемых нематериальных активов, подлежащих постепенному списанию.

Цель планирования капиталовложений — обеспечение реализации инвестиционных проектов и программ в предусматриваемых строительными нормами и правилами объемах, уровне технологии и технического оснащения для избежания излишних капитальных затрат.

Капитальные вложения часто подразделяют на нормальные и специальные. Нормальные капиталовложения сопровождаются небольшими капитальными затратами и предназначены для поддержания повседневной текущей деятельности предприятия. Как правило, они не вызывают большого оттока денежных средств, например незначительное замещение выбывающего оборудования. Специальные капиталовложения предназначены для массовой закупки нового оборудования, для единичного производства изделий (опытное производство) и др. Они являются, как правило, высокозатратными. Бóльшую часть проектов по капиталовложениям предлагают и планируют менеджеры по производству. Проекты подлежат утверждению руководством.

Таблица 10.1. Капитальный (инвестиционный) бюджет предприятия на предстоящий финансовый год

Наименование статьи	План на год, млн руб.	В том числе по кварталам			
		I	II	III	IV
I. Капитальные вложения					
Строительно-монтажные работы	48,0	11,04	11,52	12,48	12,96
Приобретение оборудования	108,0	24,84	25,92	28,08	29,16
Прочие капитальные вложения	7,2	1,68	1,68	1,92	1,92
Всего	163,2	37,56	39,12	42,48	44,04
II. Источники финансирования					
Чистая прибыль	60,0	13,8	14,4	15,6	16,2
Амортизационные отчисления	98,4	22,68	23,64	25,56	26,52
Прочие собственные средства	4,8	1,08	1,2	1,2	1,32
Всего	163,2	37,56	39,12	42,48	44,04

Капиталовложения группируют и бюджетируют применительно к категории, потребности в них, ожидаемому результату и выполнимости. В случае небольших капиталовложений руководители подразделений и филиалов предприятия могут быть наделены правом их утверждения.

Контрольные вопросы

1. Какие разделы включает капитальный бюджет?
2. Назовите цель планирования капиталовложений.
3. В чем различия между нормальными и специальными капиталовложениями?

10.7. Методы отбора проектов для включения в инвестиционный бюджет

На практике используют два основных подхода к разработке бюджета капиталовложений.

1. Первый из них базируется на критерии внутренней нормы доходности (ВНД — IRR).
2. Второй — на критерии чистого приведенного эффекта (ЧПЭ — NPV).

Содержание первого подхода следующее:

- все доступные проекты ранжируют по убыванию IRR;
- далее проводят их последовательный отбор для реализации, соблюдая обязательное правило: IRR > CC (цены капитала).

Второй подход к составлению бюджета капиталовложений базируется на концепции чистого приведенного эффекта (NPV). При отсутствии каких-либо ограничений процедура расчета следующая:

1) устанавливают значение ставки дисконтирования — общее для всех проектов или индивидуальное для каждого проекта (по цене источника финансирования);
2) определяют величину чистого приведенного эффекта по проектам: все независимые проекты (при наличии источника покрытия капитальных затрат) с NPV > 0 включают в инвестиционный бюджет;
3) из альтернативных проектов выбирают проект с максимальным значением NPV.

Если присутствуют ограничения временного или ресурсного характера, то методика расчета усложняется, так как возникает проблема оптимизации бюджета капиталовложений. Данную проблему решают путем подбора комбинации проектов с учетом делимости (возможности частичной реализации) или неделимости (возможности полного осуществления). Исходные данные для включения проекта в инвестиционный бюджет представлены в табл. 10.2.

Таблица 10.2. Исходные данные для отбора проектов в инвестиционный бюджет

Проект	Капитальные вложения в проект, млн. руб.	Внутренняя норма доходности (IRR), %	Чистый приведенный эффект (NPV) (гр. 2 × гр. 3/100), млн. руб.
№ 1	86,4	35	30,2
№ 2	97,0	25	24,3
№ 3	61,2	20	12,2
№ 4	55,4	15	8,3

Так, для делимых проектов № 1–4 при капитальном бюджете в 163,0 млн руб. данный бюджет предприятия будет состоять из полной реализации проекта № 1 (86,4 млн руб.) и частичной реализации проекта № 2 – 76,6 млн руб. (163,0 – 86,4).

Для оптимизации инвестиционного бюджета предприятия можно воспользоваться дисконтированным индексом доходности (DPI).

Последовательность действий инвестора (проектоустроителя) следующая:

- для каждого проекта устанавливают дисконтированный индекс доходности (DPI);
- проекты ранжируют по степени убывания параметра DPI;
- к реализации принимают первые *n* проектов, стоимость которых не превышает утвержденный лимит капиталовложений;
- очередной проект включают в портфель не в полном объеме, а в сумме остатка средств, в пределах которого он может быть профинансирован.

Пример.

Предприятие предполагает инвестировать в основной капитал 135 млн руб.; дисконтные множители (при ставке дисконтирования 10 %) 0,909; 0,826; 0,751; 0,683.

Рассматривают четыре альтернативных проекта со следующими потоками платежей:

ИП № 1: IC — инвестиции (–78 млн руб.); FV — ожидаемые денежные поступления за четыре года (25,5; 36,0; 40,5; 39,0 млн руб.);

ИП № 2: IC (–57); FV: 21; 30; 39,0 и 22,5 млн руб.;

ИП № 3: IC (–102); FV: 39; 45; 45 и 45 млн руб.;

ИП № 4: IC (–45); FV: 21,0; 22,5; 24,0 и 24,0 млн руб.

Необходимо составить оптимальный план размещения капиталовложений. Определим чистый приведенный эффект (NPV) и дисконтированный индекс доходности (DPI) для каждого проекта:

ИП № 1: NPV = 30,5; DPI = 1,38;

ИП № 2: NPV = 31,5; DPI = 1,55;

ИП № 3: NPV = 35,1; DPI = 1,34;

ИП № 4: NPV = 27,1; DPI = 1,60.

Проекты, проранжированные по степени убывания показателя DPI, располагаются в следующей последовательности: ИП № 4, ИП № 2, ИП № 1, ИП № 3.

Исходя из результатов ранжирования установим инвестиционную стратегию предприятия (табл. 10.3).

Исходя из выбранной стратегии инвестирования, предприятие может полностью реализовать ИП № 4 и ИП № 2 и частично ИП № 1.

Для повышения эффективности инвестиционного бюджета используют метод его текущей корректировки. Его необходимость обусловлена двумя основными причинами. Первая из них связана с появлением на рынке новых, более эффективных объектов для

Таблица 10.3. Выбор инвестиционной стратегии предприятия

Проект	Объем капиталовложений, млн руб.	Часть капиталовложений, включаемая в портфель, %	Величина NPV по проектам, млн руб.
№ 4	45	100	27,1
№ 2	57	100	31,5
№ 1	33 (135 – 45 – 57)	42,2 (33/78 × 100)	12,9 (30,5 × 0,422)
Итого	135	–	71,5

вложения капитала. Вторая причина вызвана значительным снижением результативности проектов в процессе их реализации. В такой ситуации часто приходится принимать решение о выходе из отдельных проектов и корректировке бюджета.

Высокая ответственность принятия решений о выходе из проектов связана с тем, что они часто приводят к потере ожидаемой прибыли (дохода) и даже части вложенного капитала. Поэтому управленческие решения должны базироваться на углубленном анализе текущей конъюнктуры инвестиционного рынка и на прогнозе его дальнейшего развития.

Важнейшие пути выхода из нерациональных проектов:

- прекращение финансовых операций по проекту до начала строительно-монтажных работ;
- продажа частично реализованного проекта в форме незавершенного строительства объекта;
- продажа возведенного объекта на стадии его эксплуатации или отдельных видов реальных активов;
- акционирование инвестиционного проекта на любой стадии его реализации с минимизацией своей доли акционерного капитала в нем (если проект можно структурно выделить в целостный имущественный комплекс);
- инициирование предприятием процедуры банкротства (на стадии эксплуатации реального проекта).

Ключевым критерием принятия решения о выходе из неэффективного проекта служит ожидаемое значение внутренней нормы доходности (IRR). Продолжение его реализации возможно при сохраняющемся положительном значении NPV, а также при соблюдении следующего неравенства:

$$IRR > \bar{D}_C + П_Р + П_Л,$$

где $\bar{D}_C$ — средняя ставка депозитного процента, учитывающая фактор инфляции на финансовом рынке, %; $П_р$ — уровень премии за риск, связанный с реализацией проекта, %; $П_л$ — уровень премии за низкую ликвидность с учетом прогнозируемого увеличения продолжительности реализации проекта, %.

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

Контрольные вопросы

1. Назовите основные подходы, используемые при разработке бюджета капиталовложений.
2. Перечислите причины, вызывающие необходимость текущей корректировки инвестиционного бюджета.
3. Каковы основные пути «выхода» из неэффективных проектов?

10.8. Анализ и оценка исполнения инвестиционного бюджета

Анализ исполнения бюджета капиталовложений осуществляют после изучения и оценки операционных и финансовых бюджетов. Это вызвано тем, что отклонения в финансовых бюджетах (в бюджете движения денежных средств и по балансовому листу) определяются как текущей хозяйственной деятельностью, так и вложениями во внеоборотные активы. Последние осуществляют за счет как внутренних, так и внешних финансовых источников.

В рациональной системе бюджетирования должны присутствовать анализ и контроль за реализацией отдельных инвестиционных проектов. При этом рекомендуют использовать анализ по схеме «затраты — выгоды», позволяющий дать ответы на следующие вопросы.

- В каком объеме понадобятся усилия для реализации предполагаемого проекта?
- Можно ли проект выполнить за счет собственных источников или он требует привлечения внешних финансовых ресурсов?
- Существует ли более эффективный способ достижения конечного результата?

После ответа на эти вопросы выявляют проблемные зоны и решают вопрос об их устранении.

При анализе важно также учитывать налоги, которые играют существенную роль в бюджетировании капиталовложений, поскольку положительный результат по прибыли до уплаты налогов может существенно ухудшиться после их уплаты. Важным этапом при анализе результатов бюджетирования является анализ отклонений, который основан на сравнении плановых и фактических показателей. Данную информацию сводят в отчеты, которые удобно изучать на базе представленного в них цифрового материала. Отчеты о выполнении инвестиционного бюджета можно составлять ежемесячно или ежеквартально. Их готовят специалисты центра ответственности за инвестиции.

В процессе анализа целесообразно сравнить плановый и фактический балансы инвестиций. Баланс инвестиций устанавливают по формуле:

$$ОНС_{нп} + П_{кв} - В_{п} = ОНС_{кп},$$

где $ОНС_{нп}$ и $ОНС_{кп}$ – остаток незавершенного строительства и неустановленного оборудования на начало и конец бюджетного периода; $П_{кв}$ – план капиталовложений на бюджетный период; $В_{п}$ – ввод в действие объектов по плану в бюджетном периоде.

Данную формулу применяют с использованием плановых и фактических показателей и устанавливают величину отклонений. Источниками информации служат бухгалтерская и статистическая отчетность, Главная книга, инвестиционный бюджет и др.

Эффективность инвестиций планируют в рамках долгосрочного бюджета на один-три года. В рамках краткосрочного бюджета (на квартал) подход к анализу инвестиций осуществляют через параметр освоения капиталовложений, то есть расходования денежных средств на цели инвестирования. Это приводит к иммобилизации оборотных активов и снижению ликвидности баланса предприятия.

Одновременно капитальный бюджет в рамках краткосрочного периода влияет на доходы и расходы за счет:

1) деинвестиций – возможной продажи объектов незавершенного строительства и основных средств;
2) амортизационных отчислений как части издержек производства;

3) повышения объема бухгалтерской и чистой прибыли за счет ввода в действие новых производственных объектов или модернизации действующих мощностей.

Следует подчеркнуть, что при анализе исполнения капитального бюджета фиксируют также вмененные издержки по упущенной прибыли от срыва ввода в действие запланированных мощностей в течение года. Таким образом, исполнение капитального бюджета влияет как на текущее финансовое состояние предприятия, так и на конечный финансовый результат.

Совокупный эффект от исполнения бюджета капиталовложений (как по величине освоения средств, так и по стоимости сданных в эксплуатацию объектов) выражают следующими параметрами:

1) ростом чистой прибыли;
2) приростом капитальных активов (основных средств);
3) снижением объема незавершенного строительства за счет ввода в эксплуатацию новых объектов и неустановленного оборудования;
4) изменением величины долгосрочных обязательств в пассиве баланса вследствие погашения задолженности по кредитам и займам;
5) изменением объема денежных активов (приростом или снижением остатков денежных средств на расчетных счетах в банках).

Следовательно, анализ исполнения инвестиционного бюджета представляет интерес для руководства предприятия с позиции обеспечения финансовой устойчивости, платежеспособности и достижения желаемого финансового результата.

Контрольные вопросы

1. Раскройте место и роль финансового анализа в инвестиционном бюджетировании.
2. По какой методике составляют плановый и фактический балансы инвестиций?
3. Какими параметрами измеряют совокупный эффект от исполнения бюджета капиталовложений?

Литература

1. Алексеева М. М. Планирование деятельности фирмы. — М.: Финансы и статистика, 1997.
2. Александров В. Г., Касьяненко Т. Г. Ценообразование в строительстве. — СПб.: Питер, 2000.
3. Аньшин В. М. Инвестиционный анализ: Учеб. пособие. — М.: Дело, 2000.
4. Ардзинов В. Д. Ценообразие и сметное дело в строительстве. — СПб.: Питер, 2005.
5. Беренс В., Хавронек П. М. Руководство по оценке эффективности инвестиций / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1995.
6. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер. с англ. — М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
7. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент: Учеб. пособие. — Киев: Ника-Центр, Эльга, 2001.
8. Боди Э., Кейн А., Маркус А. Д. Принципы инвестиций/ Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2002.
9. Бочаров В. В. Инвестиции: Учеб. пособие. — СПб.: Питер, 2002.
10. Бочаров В. В., Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2004.

11. Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг. — СПб.: Питер, 2004.

12. Бочаров В. В. Комплексный финансовый анализ. — СПб.: Питер, 2005.

13. Бочаров В. В. Современный финансовый менеджмент. — СПб.: Питер, 2006.

14. Бочаров В. В. Инвестиции. Завтра экзамен. — СПб.: Питер, 2007. (Сер. «Завтра экзамен»).

15. Бригхэм Ю. Ф., Эрхадт М. С. Финансовый менеджмент / Пер. с англ. 10-е изд. — СПб.: Питер, 2005.

16. Бромвич М. Анализ эффективности капиталовложений / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1996.

17. Бюджетный кодекс Российской Федерации. — М.: Юрайт, 2006.

18. Ван Хорн Дж., Вахович Д. М. (мл.) Основы финансового менеджмента / Пер. с англ. 11-е изд. — М.: Вильямс, 2004.

19. Васина А. А. Финансовая диагностика и оценка проектов. — СПб.: Питер, 2004.

20. Веретенникова И. И. Амортизация и амортизационная политика. — М.: Финансы и статистика, 2004.

21. Волков И. М., Грачева М. В. Проектный анализ: Учеб. для вузов. — М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998.

22. Градостроительный кодекс Российской Федерации / ООО «Статус-Кво 97». — М., 2006.

23. Гражданский Кодекс Российской Федерации. — М.: ЭКСМО, 2007.

24. Грачева М. В. Анализ проектных рисков: Учеб. пособие / ЗАО «Финстатинформ». — М.,1999.

25. Ендовицкий Д. А. Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики. — М.: Финансы и статистика, 2003.

26. Инвестиции: Учеб. / Под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина; ООО «ТК Велби». — М., 2003.

27. Катасонов В. Ю., Морозов Д. С. Проектное финансирование: организация, управление рисками, страхование. — М.: Анкап, 2000.

28. Ковалев В. В. Методы оценки инвестиционных проектов. — М.: Финансы и статистика, 2003.

29. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции / Пер. с нем. — СПб.: Питер, 2000.

30. Крушвиц Л. Инвестиционные расчеты: Учебник для вузов / Пер. с нем. — СПб.: Питер, 2001.

31. Липсиц И. В., Коссов В. В. Инвестиционный проект. — М.: БЕК, 1996.

32. Мартин П., Тейт К. Управление проектами / Пер. с англ. — СПб.: Питер, 2006.

33. Маховикова Г. А., Кантор В. Е. Инвестиционный процесс на предприятии. — СПб.: Питер, 2001.

34. Мелкумов Я. С. Экономическая оценка эффективности инвестиций и финансирование инвестиционных проектов. — М.: ИКЦ «ДИС», 1997.

35. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: 2-я ред. — М.: Экономика, 2000.

36. Морозова Ж. А. Договор строительного подряда / ООО «Статус-Кво 97». — М., 2005.

37. Налоговый кодекс Российской Федерации. — М.: Омега-Л, 2006.

38. Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений / Пер. с англ. — М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.

39. Определение стоимости строительной продукции. — М.: ЗАО «Книга-Сервис», 2003.

40. Орлова Е. Р. Инвестиции: Курс лекций. 3-е изд. — М.: Омега-Л, 2006.

41. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование: Пер. с англ. 4-е изд. — СПб.: Питер, 2006.

42. Реформа предприятий (организаций). Методические рекомендации. — М.: Ось-89, 1998.

43. Сергеев И. В., Веретенникова И. И. Организация и финансирование инвестиций: Учеб. пособие. — М.: Финансы и статистика, 2001.

44. Фабоцци Ф. Д. Управление инвестициями / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 2000.

45. Финансовый менеджмент: Учеб. / Под ред. Е. С. Стояновой. — М.: Перспектива, 2001.

46. Холт Р. Н., Барнес С. Б. Планирование инвестиций / Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1994.

47. Четыркин Е. М. Финансовый анализ производственных инвестиций. — М.: Дело, 1998.

48. Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бейли Д. В. Инвестиции / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 2001.

49. Шапкин А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. — М.: ИТК «Дашков и К°», 2005.

50. Шим Д. К., Сигел Д. К. Основы коммерческого бюджетирования / Пер. с англ. — СПб.: Пергамент, 1998.

Бочаров Владимир Владимирович

ИНВЕСТИЦИИ

2-е издание

Серия «Учебник для вузов»

Заведующий редакцией	*С. Жильцов*
Руководитель проекта	*Е. Базанов*
Выпускающий редактор	*Е. Маслова*
Литературный редактор	*В. Мамаев*
Художественный редактор	*Е. Дьяченко*
Корректор	*Н. Рощина, Н. Шелковникова*
Верстка	*О. Орлов*

Подписано в печать 08.08.2008. Формат 60×90 1/16. Усл. п. л. 24.
Тираж 3000 экз. Заказ № 735.

Налоговая льгота – общероссийский классификатор продукции ОК 005-93, том 2; 95 3005 – литература учебная.

ООО «Питер Пресс», 198206, Санкт-Петербург, Петергофское шоссе, д. 73, лит. А29.

Отпечатано с готовых диапозитивов
в ИПК ООО «Ленинградское издательство».
195009, Санкт-Петербург, ул. Арсенальная, д. 21/1.
Телефон/факс: (812) 495-56-10.



Основанный Издательским домом «Питер» в 1997 году, книжный клуб «Профессионал» собирает в своих рядах знатоков своего дела, которых объединяет тяга к знаниям и любовь к книгам. Для членов клуба проводятся различные мероприятия и, разумеется, предусмотрены привилегии.

Привилегии для членов клуба:

- карта члена «Клуба Профессионал»;
- бесплатное получение клубного издания — журнала «Клуб Профессионал»;
- дисконтная скидка на всю приобретаемую литературу в размере 10% или 15%;
- бесплатная курьерская доставка заказов по Москве и Санкт-Петербургу;
- участие во всех акциях Издательского дома «Питер» в розничной сети на льготных условиях.

Как вступить в клуб?

Для вступления в «Клуб Профессионал» вам необходимо:

- совершить покупку на сайте **www.piter.com** или в фирменном магазине Издательского дома «Питер» на сумму от **800** рублей без учета почтовых расходов или стоимости курьерской доставки;
- ознакомиться с условиями получения карты и сохранения скидок;
- выразить свое согласие вступить в дисконтный клуб, отправив письмо на адрес: postbook@piter.com;
- заполнить анкету члена клуба (зарегистрированным на нашем сайте этого делать не надо).

Правила для членов «Клуба Профессионал»:

- для продления членства в клубе и получения **скидки 10%**, в течение каждых **шести месяцев** нужно совершать покупки на общую сумму от **800** до **1500** рублей, без учета почтовых расходов или стоимости курьерской доставки;
- Если же за указанный период вы выкупите товара на сумму от **1501** рублей, скидка будет увеличена до **15%** от розничной цены издательства.

Заказать наши книги вы можете любым удобным для вас способом:

- по телефону: (812) 703-73-74;
- по электронной почте: postbook@piter.com;
- на нашем сайте: www.piter.com;
- по почте: 197198, Санкт-Петербург, а/я 619 ЗАО «Питер Пост».

При оформлении заказа укажите:

- ваш регистрационный номер (если вы являетесь членом клуба), фамилию, имя, отчество, телефон, факс, e-mail;
- почтовый индекс, регион, район, населенный пункт, улицу, дом, корпус, квартиру;
- название книги, автора, количество заказываемых экземпляров.

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ
ПИТЕР®
WWW.PITER.COM

СПЕЦИАЛИСТАМ КНИЖНОГО БИЗНЕСА!

ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА ИЗДАТЕЛЬСКОГО ДОМА «ПИТЕР»

предлагают эксклюзивный ассортимент компьютерной, медицинской, психологической, экономической и популярной литературы

РОССИЯ

Москва м. «Павелецкая», 1-й Кожевнический переулок, д.10; тел./факс (495) 234-38-15, 255-70-67, 255-70-68; e-mail: sales@piter.msk.ru

Санкт-Петербург м. «Выборгская», Б. Сампсониевский пр., д. 29а; тел./факс (812) 703-73-73, 703-73-72; e-mail: sales@piter.com

Воронеж Ленинский пр., д. 169; тел./факс (4732) 39-43-62, 39-61-70; e-mail: pitervrn@comch.ru

Екатеринбург ул. 8 Марта, д. 2676, офис 202; тел./факс (343) 256-34-37, 256-34-28; e-mail: piter-ural@isnet.ru

Нижний Новгород ул. Совхозная, д. 13; тел. (8312) 41-27-31; e-mail: office@nnov.piter.com

Новосибирск ул. Немировича-Данченко, д. 104, офис 502; тел./факс (383) 211-93-18, 211-27-18, 314-23-89; e-mail: office@nsk.piter.com

Ростов-на-Дону ул. Ульяновская, д. 26; тел. (8632) 69-91-22, 69-91-30; e-mail: piter-ug@rostov.piter.com

Самара ул. Молодогвардейская, д. 33, литер А2, офис 225; тел. (846) 277-89-79; e-mail: pitvolga@samtel.ru

УКРАИНА

Харьков ул. Суздальские ряды, д. 12, офис 10–11; тел./факс (1038067) 545-55-64, (1038057) 751-10-02; e-mail: piter@kharkov.piter.com

Киев пр. Московский, д. 6, кор. 1, офис 33; тел./факс (1038044) 490-35-68, 490-35-69; e-mail: office@kiev.piter.com

БЕЛАРУСЬ

Минск ул. Притыцкого, д. 34, офис 2; тел./факс (1037517) 201-48-79, 201-48-81; e-mail: office@minsk.piter.com

---

Ищем зарубежных партнеров или посредников, имеющих выход на зарубежный рынок.
Телефон для связи: **(812) 703-73-73.**
E-mail: fuganov@piter.com

Издательский дом «Питер» приглашает к сотрудничеству авторов.
Обращайтесь по телефонам: **Санкт-Петербург — (812) 703-73-72, Москва — (495) 974-34-50.**

Заказ книг для вузов и библиотек: (812) 703-73-73.
Специальное предложение — e-mail: kozin@piter.com