

УДК 330.332
ББК 65.263
И23

И23 **Ивасенко, Анатолий Григорьевич.**
Инвестиции: источники и методы финансирования / А. Г. Ивасенко, Я. И. Никонова. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: Издательство «Омега-Л», 2009. — 261 с. : ил., табл. — (Организация и планирование бизнеса).
ISBN 978-5-370-01014-9
И. Никонова, Яна Игоревна.
Агентство СІР РГБ

Рассматриваются сущность инвестиций и их структура, инвестиционные проекты, критерии и методы оценки их эффективности с учетом риска и инфляции, источники финансирования инвестиций, возможности привлечения иностранных инвестиций в Россию, организация портфельных инвестиций, формирование инвестиционного портфеля. Даны практические примеры.

В приложении приводятся Федеральные законы «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» и «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».

Для бухгалтеров, экономистов, руководителей организаций, специалистов по управлению инвестициями, а также для студентов экономических факультетов и вузов.

УДК 330.332
ББК 65.263

ISBN 978-5-370-01014-9

© Ивасенко А.Г.,
Никонова Я.И., 2006
© Ивасенко А.Г.,
Никонова Я.И., 2008, с изменениями
© ООО «Издательство «Омега-Л», 2009

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие	5
Глава 1. Роль инвестиционного рынка в финансовой системе	8
1.1. Сущность, значение и цели инвестирования	8
1.2. Классификация и структура инвестиций, их анализ	20
Глава 2. Инвестиционное проектирование	23
2.1. Содержание и структура проекта	23
2.2. Виды и участники инвестиционных проектов	28
2.3. Жизненный цикл проекта	33
Глава 3. Управление инвестиционным проектом	39
3.1. Содержание процессов управления проектом	39
3.2. Организация управления проектом	45
3.3. Современные подходы к управлению проектом	49
Глава 4. Финансирование инвестиционной деятельности	60
4.1. Источники и методы финансирования инвестиций ...	60
4.2. Особые формы финансирования инвестиций	70
4.3. Влияние различных форм финансирования инвестиционных проектов на хозяйственную деятельность предприятия	91
Глава 5. Привлечение иностранных инвестиций в Россию	98
5.1. Классификация и структура иностранных инвестиций	98
5.2. Режим функционирования иностранного капитала в России	109
5.3. Механизмы, инструменты и технологии заимствований на внешнем рынке капитала	116
Глава 6. Критерии и методы оценки инвестиционных проектов	134
6.1. Развитие методики оценки инвестиционных проектов	134
6.2. Определение коммерческой эффективности (состоятельности) проекта	139
6.3. Оценка экономической эффективности проекта	143
6.4. Бюджетная эффективность и социальные последствия реализации проекта	154

Глава 7. Учет риска и инфляции в инвестиционном проектировании	160
7.1. Классификация инвестиционных рисков	160
7.2. Методы учета и способы снижения риска инвестиционных проектов	164
7.3. Учет влияния инфляции на оценку инвестиционных проектов	178
Глава 8. Экономика и организация портфельных инвестиций	187
8.1. Инвестиционные качества ценных бумаг	187
8.2. Формы рейтинговой оценки.....	204
8.3. Особенности портфельного инвестирования	205
Приложение	227
Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений: Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ	227
Об иностранных инвестициях в Российской Федерации: Федеральный закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ	245

ПРЕДИСЛОВИЕ

Одним из условий устойчивого экономического роста государства является создание необходимых предпосылок для ведения инвестиционной деятельности. Отечественная экономика ориентирована на рост высокотехнологичных форм воспроизводства основного капитала путем усиления инвестиционной активности.

По данным Госкомстата России, за последнее десятилетие в экономику страны было вложено 235 млрд долл. США, в том числе иностранных инвестиций на сумму 54,9 млрд долл. В первую очередь и отечественных, и зарубежных инвесторов интересуют объекты топливно-энергетической, металлургической, химической, пищевой промышленности, транспорта и связи.

Однако этот объем инвестиций не соответствует реальным потребностям обновления основных фондов. Оставаясь в мировом хозяйстве в качестве поставщика энергоресурсов и потребителя готовой продукции, Россия не сможет противостоять экономической экспансии зарубежных стран и эффективно подключаться к процессам экономического интегрирования.

Чтобы существенно поднять конкурентоспособность экономики страны и завоевать хорошие позиции на международном рынке, России необходимо реформировать отечественную экономику на современной технологической основе, а для этого в течение ближайших 20 лет, по самым скромным подсчетам специалистов, требуются инвестиции на общую сумму не менее 2 трлн долл., т.е. 100 млрд долл. в среднем в год.

В связи со сложностью этой проблемы и ее «ценой» возникает необходимость подготовки высококвалифицированных специалистов по инвестициям.

Эта книга даст будущим специалистам в данной области систематизированные знания об инвестиционном менеджменте как системе управления инвестиционной деятельностью и основных приемах работы с инвестициями.

При написании книги авторы ставили перед собой следующие задачи:

- определить понятия и содержание инвестиций и инвестиционного менеджмента;
- дать представление о видах инвестиций;
- научить применять методы оценки стоимости инвестиционных ресурсов;

- представить источники финансового обеспечения инвестиций;
- обучить методам оценки экономической эффективности инвестиций и инвестиционных проектов.

Это позволит:

- исходя из сложности ситуации и имеющегося времени для ее разрешения суметь найти и применить оптимальное инвестиционное решение;
- использовать принципы планирования и анализа инвестиций как элемента системы управления современным предприятием;
- применять приемы и методы оценки инвестиций для принятия решения в условиях риска и неопределенности рыночной ситуации.

Книга состоит из восьми глав.

В *главе 1* определены роль инвестиционного рынка в финансовой системе страны, сущность, значение и цели инвестирования, дана классификация и описана структура инвестиций.

Во *главе 2* раскрыто содержание и представлены структура инвестиционного проекта, виды и участники инвестиционных проектов, анализируется жизненный цикл проекта.

Глава 3 посвящена вопросам управления инвестиционными проектами: раскрываются содержание процессов управления проектами, организационного обеспечения и современные подходы к управлению проектами.

В *главе 4* описаны источники и методы финансирования инвестиций, особые формы финансирования инвестиций и определено влияние разных форм финансирования инвестиционных проектов на хозяйственную деятельность предприятия.

Глава 5 посвящена проблемам привлечения иностранных инвестиций в Россию: даны классификация и структура иностранных инвестиций, сведения о режиме функционирования иностранного капитала в России, механизмах, инструментах и технологиях заимствований на внешнем рынке капитала.

В *главе 6* сформулированы критерии и представлены методы оценки инвестиционных проектов: проведен анализ развития методов оценки инвестиционных проектов, особенностей оценки коммерческой, экономической и бюджетной эффективности инвестиционных проектов, а также социальных последствий реализации проектов.

В *главе 7* дана классификация инвестиционных рисков и рассмотрены вопросы учета риска и инфляции в инвестиционном проектировании.

Глава 8 посвящена экономике и организации портфельных инвестиций: освещены вопросы инвестиционного качества ценных бумаг, их рейтинговой оценки и портфельного инвестирования.

Авторы надеются, что эта книга поможет читателям, которые хотят научиться работать с инвестиционными инструментами.

Авторский коллектив будет благодарен всем, кто сочтет возможным сделать замечания, внести конструктивные предложения как по предлагаемому вниманию читателей материалу, так и по проблеме в целом. E-mail: ya_shka@ngs.ru

1.1. Сущность, значение и цели инвестирования

Основными характеристиками процесса увеличения физических активов общества являются инвестиции и сбережения. В самом общем виде сбережения представляют собой доход за вычетом расходов на потребительские товары. Инвестиции равняются общему объему производства за вычетом объема произведенных потребительских товаров. Однако решения о сбережениях и решения об инвестициях принимаются по разным причинам. Люди делают сбережения, чтобы обеспечить будущее себе и своим детям и повысить уровень жизни с течением времени. Предприниматели инвестируют деньги, приобретая капитальные активы (здания, заводы, оборудование) в целях производства и в расчете на получение прибыли в будущем. В значительной степени они финансируют приобретение капитальных активов за счет кредитов от населения или банков, а не за счет своих собственных сбережений. Перспективы получения прибыли и соответственно размер частных инвестиций периодически колеблются. Сумма, которую отдельные лица и компании могут отложить на будущее, зависит от размера их дохода. У человека с маленьким доходом есть очень маленькие возможности для того, чтобы делать сбережения, или таких возможностей нет вообще. Чем больше доход, тем больше та его часть, которую можно откладывать на будущее. Сумма, которую предприниматели решают инвестировать, зависит в основном от ожидаемых расходов. Равенство между сбережениями и инвестициями поддерживается необязательно за счет изменений в процентных ставках, как могло бы показаться, а за счет изменений в размере национального дохода.

Соответственно сбережения могут рассматриваться как добавочный свободный доход, остающийся после оплаты всех обычных расходов. На самом деле для этих сбережений и существует фи-

нансовая система для того, чтобы повлиять на перераспределение имеющихся финансовых ресурсов. Современное понимание природы финансовой системы не ограничивается сведением ее к поверхностным формам аккумуляции, распределения и перераспределения финансовых потоков. Финансовая система — это определенное институциональное устройство, обеспечивающее трансформацию сбережений в инвестиции и выбор направлений их последующего использования в производительном секторе экономики.

Распределение ресурсов осуществляют финансовые рынки и финансовые институты, выполняющие различные посреднические услуги. Для современной рыночной экономики финансовый рынок является «нервным центром» экономики. Это чрезвычайно сложная структура со множеством участников — финансовых посредников, оперирующих разнообразными финансовыми инструментами и выполняющих широкий набор функций по обслуживанию и управлению экономическими процессами.

Существует несколько способов классификации финансовых рынков:

- по принципу возвратности (долговые обязательства и рынок собственности);
- по характеру движения ценных бумаг (первичный и вторичный рынки);
- по форме организации (организованные и распределенные рынки);
- по сроку предоставления денег (рынок денег и рынок капиталов).

Важнейшей составной частью финансовых рынков является инвестиционный рынок.

Инвестиционный рынок — совокупность отдельных рынков (объектов реального и финансового инвестирования), в составе которых выделяют: рынок прямых капитальных вложений, рынок приватизируемых объектов, рынок недвижимости, рынок прочих объектов реального инвестирования, фондовый рынок и денежный рынок (рис. 1.1).

Рынок капитальных вложений продолжает оставаться одним из наиболее значимых сегментов отечественного инвестиционного рынка. Формой инвестирования на этом рынке выступают капитальные вложения во всех видах — капитальные вложения в новое строительство, расширение, реконструкцию, техническое перевооружение.

На *рынке приватизируемых объектов* предметом реального инвестирования являются те предприятия, которые целиком продаются на аукционах или полностью выкупаются трудовыми коллективами.

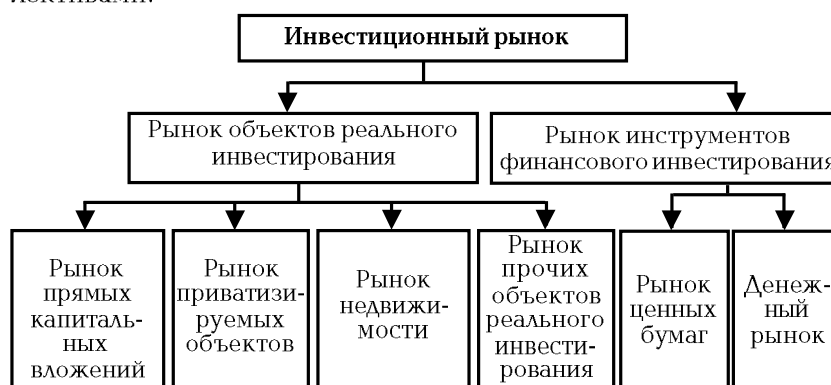


Рис. 1.1. Характеристика инвестиционного рынка

Под *рынком недвижимости* следует понимать определенный набор механизмов, посредством которых передаются права на собственность и связанные с ней интересы, устанавливаются цены и распределяется пространство между различными конкурирующими землепользователями. Традиционно в России недвижимость делится на три группы: жилищный фонд, нежилой фонд, земля. Каждая группа развивается самостоятельно и имеет собственную законодательную базу.

Рынок прочих объектов реального инвестирования рассматривается как совокупный для таких операций, как инвестиции в предметы коллекционирования, в драгоценные металлы и в другие материальные ценности. Объем подобного инвестирования в нашей стране пока не играет существенной роли.

Рынок ценных бумаг (фондовый рынок) является важной составной частью денежного рынка и рынка капиталов, которые в совокупности составляют финансовый рынок. Денежным рынком называется рынок денежных средств, при движении которых между субъектами перераспределяется их ликвидность; рынком капиталов — рынок, где их движение удовлетворяет потребность в инвестировании средств. На денежном рынке осуществляется движение краткосрочных (до года) накоплений, на рынке капиталов — средне- и долгосрочных (свыше года) накоплений.

Денежный рынок включен в состав элементов инвестиционного рынка потому, что он связан с такими объектами финансового инвестирования, как депозитные вклады. Кроме того, инфляционные процессы в нашей стране сделали объектом инвестирования на данном рынке свободно конвертируемую валюту ряда стран с наименьшими темпами инфляции.

Данная классификация инвестиционного рынка позволяет более углубленно осуществлять анализ и прогнозирование его развития в разрезе отдельных сегментов, определять приоритетные объекты инвестирования на том или ином этапе экономического развития страны.

Важнейшую роль в перемещении средств в рамках финансовой системы играют финансовые посредники (институты), которые на инвестиционном рынке взаимодействуют с хозяйственными субъектами, населением и между собой. По сути, их роль сводится к аккумулированию небольших, часто краткосрочных сбережений многих мелких владельцев (инвесторов) и последующему долгосрочному инвестированию аккумулированных средств.

Известны три типа финансовых посредников:

- 1) депозитного типа (коммерческие банки, сберегательно-кредитные ассоциации, взаимные сберегательные банки, кредитные союзы);
- 2) контрактно-сберегательного типа (компании по страхованию жизни и имущества, пенсионные фонды);
- 3) инвестиционного типа (взаимные фонды (или паевые, или открытые инвестиционные), траст-фонды, инвестиционные компании закрытого типа (или закрытые инвестиционные фонды)).

Инвестиционный рынок создает возможности для объединения заемщиков и инвесторов. В результате формируется система, через которую заемщики могут заимствовать средства из большого разнообразия источников, а инвесторы получают большой круг продуктов, в которые они могут вкладывать средства. Одна из основных выгод этой системы состоит в том, что заемщики могут заимствовать большие суммы, чем раньше, и кредитование может осуществляться за счет объединения инвестиционных ресурсов различных инвесторов.

Для того чтобы получить представление о том, что это означает, участники финансовых рынков могут рассматриваться следующим образом.

На инвестиционном рынке предприятия и государство можно рассматривать как первоочередных заемщиков, а финансовые уч-

реждения (институты) и физических лиц — как основных поставщиков капитала. Однако необходимо учитывать, что как компания финансовое учреждение может выступать заемщиком в целях финансирования своих операций.

Государство использует три основных способа привлечения средств. Первый способ — это сбор налогов на прибыль или доходы, полученные нацией. Совершенно очевидно, что ему не требуется рынок для того, чтобы добиться этого. Однако государству требуются различные регистрационные формы и наличие информации о доходах населения и предприятий для того, чтобы правильно оценить и собрать налоги. Второй способ состоит в заимствовании сбережений населения страны или на международном рынке. Третий способ заключается в продаже активов, которыми государство обладает в настоящее время.

Предприятия также могут заимствовать сбережения населения страны или на международном рынке. Определяя требуемый размер финансирования и период времени, достаточный для погашения кредита, предприятия могут обратиться на инвестиционный рынок и, используя его механизм, найти кредиторов, которые были бы готовы удовлетворить потребности заемщиков.

Правительство тоже может заимствовать деньги для финансирования краткосрочных проектов или для покупки различных активов. По политическим соображениям правительство, даже если у него есть какие-то долгосрочные проекты, может продолжать заимствовать краткосрочные средства для того, чтобы уравновесить рыночные силы спроса, в частности для того, чтобы позволить корпоративному сектору получать долгосрочные кредиты. Иными словами, в тех случаях, когда предприятия получили долгосрочные проекты или правительство стремится создать стимулы к строительству, что требует долгосрочного финансирования, оно может ограничить себя в стремлении конкурировать за долгосрочные ресурсы, используя рынок краткосрочных заимствований. Важным для инвесторов в этой ситуации является тот факт, что кредитоспособность предприятия вряд ли будет такой же высокой, как и кредитоспособность правительства.

Как и правительство, предприятия могут испытывать потребности в заимствовании средств для финансирования краткосрочных или долгосрочных проектов. Совершенно очевидно, что пройдет много времени, прежде чем проект развития начнет приносить какую-либо пользу. Предприятию также могут потребоваться средства для финансирования приобретения какой-либо другой фир-

мы. Предприятие также должно учитывать, сколько денежных средств оно имеет на настоящий момент. Конечно, очень хорошо, если предприятие обладает большим количеством ценных активов и имеет много заказов, но, не имея денег, оно не сможет заплатить за сырье для производства продукции, требуемой для выполнения заказов, и не сможет выплатить заработную плату персоналу и соответственно не сможет получать прибыль.

Следовательно, как и правительство, предприятие должно определить срок, на который ему потребуются средства, и в течение какого периода времени оно сможет погасить этот долг. Соответственно для предприятия важно управлять своими финансами, формируя планы не только на случай текущих потребностей в капитале, но и прогнозируя потребность в денежных потоках, включая возможности погашения займа.

Кроме того, предприятие должно учитывать стоимость привлечения капитала. Хотя технически предприятие, являясь юридическим лицом, может существовать бесконечно, на практике это будет возможным только в том случае, если оно имеет положительные денежные потоки. Для того чтобы получить кредит, предприятие, возможно, должно будет предоставить обеспечение или гарантию того, что оно сможет погасить заем. Это означает, что предприятие будет рисковать потерей некоторых своих активов в том случае, если оно не сможет погасить свой долг вообще или погасить его своевременно; некоторые активы могут быть конфискованы для того, чтобы реализовать их и погасить долг. Если такие активы, которые могут быть жизненно важными для производства товаров или предоставления услуг, будут потеряны, то это может привести к закрытию предприятия.

Источником средств для инвестирования, как показано раньше, являются сбережения, т.е. средства, которые не были израсходованы на потребительские нужды. Инвестиции могут исходить от государства, частных лиц, финансовых учреждений и иностранных источников. Поскольку правительство не откладывает средства специально для того, чтобы потом их инвестировать, основное внимание необходимо уделить частным лицам и финансовым учреждениям (как национальным, так и иностранным) в качестве основных поставщиков капитала.

Частные лица могут делать сбережения, используя самые разнообразные инвестиционные продукты, но обычно только объединение мелких сумм, имеющих у отдельных вкладчиков, в крупную сумму может удовлетворить потребности правительственных

и корпоративных заемщиков. Сбережения частных лиц, помимо тех средств, которые лежат на банковских счетах, могут быть использованы для покупки частных пенсионных программ у пенсионных фондов. Или же, что более вероятно, сбережения могут быть направлены на страхование жизни, автомобилей и домов или вложены в другие страховые продукты. Дальнейший дополнительный доход может использоваться для вложения средств в паевые фонды или для приобретения паев в других коллективных инвестиционных фондах. Наконец, частные лица с большим неинвестированным доходом могут доверить свои средства финансовому менеджеру для того, чтобы он мог их инвестировать по своему усмотрению от их имени.

Таким образом, *основные участники* инвестиционного процесса — это банки, пенсионные фонды, страховые компании, паевые фонды и другие профессиональные финансовые менеджеры.

Банки привлекают депозиты в расчете на прибыль от предоставления этих средств в кредит под более высокий процент, чем они платят вкладчикам. Они также могут заимствовать средства и предоставлять их в кредит под более высокие проценты, чем та ставка, которую они выплачивают по полученному кредиту. Для того чтобы сократить риск, который несут в себе заемщики с точки зрения невозврата кредита, банки становятся членами банковских синдикатов по кредитованию.

Пенсионные фонды принимают взносы от будущих пенсионеров, зная, что существует большая вероятность того, что им не придется выплачивать пенсии большинству своих клиентов в течение первых лет. Следовательно, они могут вкладывать средства на длительные периоды и получать доходы, которые будут накапливать и реинвестировать, не испытывая необходимости в поддержании денежных резервов для покрытия краткосрочных обязательств. Однако для того чтобы пенсионные фонды могли отвечать по своим обязательствам и выплачивать деньги пенсионерам, для них важно, чтобы уровень доходности фонда равнялся уровню инфляции или был бы выше, что гораздо предпочтительнее.

Страховые компании обычно принимают платежи по страховым полисам от предприятий и частных лиц на регулярной основе. Затем они должны постоянно обеспечивать наличие достаточного количества средств для того, чтобы отвечать при необходимости по обязательствам по страховым полисам. Компания, занимающаяся страхованием жизни, будет иметь все больше обязательств перед держателями полисов по мере увеличения их возраста, так как уве-

личивается вероятность смерти клиента. Для компаний, занимающихся общим страхованием и страхованием автомобилей, обязательства увеличиваются по мере роста уровня инфляции, что приводит к повышению стоимости запасных частей, затрат на перестройку и росту счетов за ремонт. То же самое относится и к таким продуктам, как частное медицинское страхование. Следовательно, страховым компаниям необходимо инвестировать избыточные активы и денежные средства, чтобы обеспечить наличие капитальной базы, достаточной для того, чтобы отвечать по обязательствам по полисам, а также зарабатывать приемлемую норму прибыли для своих акционеров. Соответственно страховая компания, инвестирующая свои средства на длительный период, должна обеспечить наличие средств, достаточных для своевременного удовлетворения обязательств.

Паевые фонды, представляющие собой коллективные инвестиционные схемы, создают инвестиционный механизм для мелких инвесторов, которые считают, что они не обладают необходимыми навыками и временем для того, чтобы самостоятельно управлять своими инвестициями. Объединяя средства многих инвесторов, паевые фонды могут воспользоваться выгодами экономии за счет масштаба (т.е. более низкие комиссионные затраты и более широкая диверсификация риска путем его распределения по большему числу индивидуальных инвестиций, что будет более эффективным с экономической точки зрения, чем для индивидуального инвестора).

Конечно, такие фонды не могут инвестировать средства на столь же длительные сроки, что и пенсионные фонды и страховые компании, так как инвесторы могут потребовать возврата своих средств гораздо раньше, чтобы использовать их в других целях. Однако по мере повышения уровня доходов и жизни увеличивается вероятность того, что поток инвестиций в такие организации увеличится. Фондам приходится изыскивать новые инвестиционные возможности для вложения привлеченных средств. И наоборот, если инвесторы хотят получить свои деньги обратно, то это означает, что паевой фонд станет продавцом инвестиций.

В число других *организаций по профессиональному управлению средствами* могут входить банковские организации, брокеры по акциям и другие организации, предоставляющие коллективные инвестиционные схемы, и даже частные инвестиционные клубы. Осуществляя свою деятельность, каждая из этих организаций бу-

дет пытаться извлечь выгоду из экономии на масштабе, о которой говорилось раньше. Соответственно они тоже могут стать крупными поставщиками капитала на рынок.

Однозначного определения термина «инвестиции» нет, поэтому приведем два основных определения. Инвестиции как *целенаправленная деятельность* — это процесс создания, накопления и вложения капитала с целью получения доходов в будущем по истечении определенного конкретным видом хозяйственной деятельности интервала времени. В российском законодательстве **инвестиции** определяются как *натурально-стоимостные факторы инвестирования* — денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта¹.

Выделяют два аспекта характеристики инвестиций: финансовый и экономический.

С точки зрения финансовых параметров (или с позиций финансиста, бухгалтера) инвестиции могут быть представлены как любые виды активов, вкладываемых в производственно-хозяйственную деятельность с целью последующего извлечения дохода, выгоды.

С экономической точки зрения (а значит, с позиций оценки экономической целесообразности использования ресурсов в виде основного и оборотного капитала) инвестиции рассматривают как расходы на создание (приобретение), расширение, реконструкцию и техническое перевооружение основного капитала, а также на вызванные этим изменения размеров и состава оборотного капитала. Иногда инвестиции по вышеприведенному экономическому определению характеризуются как капитальные вложения.

Объектами инвестирования (вложения средств) являются вновь создаваемые и модернизируемые основные фонды и оборотные средства во всех отраслях и сферах национального хозяйства, ценные бумаги, целевые денежные вклады, научно-техническая продукция, интеллектуальные ценности, имущественные права, другие объекты собственности.

¹ Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (далее — Закон об инвестиционной деятельности).

Субъекты инвестиционной деятельности — инвесторы, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также поставщики, юридические лица (банковские, страховые и посреднические организации, инвестиционные биржи) и другие участники инвестиционного процесса. В качестве субъектов инвестиционной деятельности могут выступать:

- органы государственной власти и органы, уполномоченные управлять государственным и муниципальным имуществом или имущественными правами;
- юридические лица, физические лица, в том числе осуществляющие предпринимательскую деятельность без образования юридического лица, объединения юридических лиц (ассоциации, союзы);
- иностранные физические и юридические лица, государства и международные организации.

Инвестиционная деятельность является ключевой для понимания хода воспроизводства, и преимущественно благодаря ей определяется цикличность экономики. Под *инвестиционной деятельностью* согласно существующему законодательству понимается вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Понятие «инвестиционная деятельность» неразрывно связано с термином «инвестиционный процесс», под которым понимается движение инвестиций под влиянием различных факторов и, прежде всего, воспроизводственного процесса.

Как считают специалисты, *инвестиционный процесс* — это экономические взаимоотношения тех, кто предлагает деньги, и тех, у кого есть в них потребность. Через финансовые учреждения (банки, фонды, компании и т.д.) и финансовые рынки взаимодействуют поставщики и потребители капитала. На микроуровне в инвестиционном процессе обычно выделяют предпроектный и проектный этапы. Если рассматривать инвестиционный процесс на макроуровне, то его можно обозначить как важную форму осуществления накопления основного и оборотного капитала на уровне общества, обеспечивающего простое и расширенное воспроизводство. Инвестиционный процесс не ограничивается отдельными фазами воспроизводства основного и оборотного капитала или их элементами, его трактуют как экономическую категорию, характеризующую совокупность отношений, складывающихся на всех его стадиях, связанных с возмещением и расширением основного и оборотного капитала.

Хотя инвестиционный процесс и является главной движущей силой экономического развития, в то же время он сильно зависит от экономической ситуации. Для характеристики современного состояния экономики важное значение имеет определение фазы экономического цикла, на котором находится страна. Инвестиционный процесс, как и вся экономика, развивается циклически и имеет свои фазы. Специалисты по-разному именуют эти фазы. Они обозначаются, например, терминами «кризис», «депрессия», «оживление», «подъем»; «процветание», «спад», «депрессия» и «оживление»¹; «пик», «спад», «депрессия» и «оживление»². Принципиальных различий в данной терминологии нет. Во время кризиса или спада сокращаются производство, занятость, падает норма прибыли, увеличивается число банкротств. Фаза «депрессия» обычно рассматривается как стагнация на низшем уровне падения объемов производства и уровня занятости. В этих двух фазах происходят реструктуризация и реорганизация промышленности. Достигнув «дна», объем производства начинает увеличиваться, и после депрессии наступает оживление. Выявляются перспективные рынки, растет спрос, появляются реальные возможности для осуществления долгосрочных инвестиций, уровень производства и занятости начинает повышаться, достигает докризисного уровня, после чего происходит подъем экономики. Базой фазы оживления является оживление инвестиционного процесса. В фазе подъема растет занятость, достигается пик деловой активности. После чего цикл в общих чертах повторяется.

Рассматривая вопрос привлечения инвестиций, можно отметить, что процесс инвестирования может эффективно осуществляться на основе уравнивания инвестиционного спроса и инвестиционного предложения. Инвестиционное предложение в общем виде выступает в виде объектов инвестирования. Инвестиционный спрос выступает прежде всего как предложение капитала.

Таким образом, инвестиции имеют две стороны: затраты ресурсов и получаемый результат. Для случая принятия решения на уровне предприятия затраты можно отнести к инвестиционным, если в результате принятия решения:

¹ Шумпетер Й. Теория экономического развития. М., 1982.

² Макконел К. Р., Брю С. А. Экономикс: Принципы, проблемы и политика / пер. с англ. М., 1992.

- изменяются структура, состав и объем активов предприятия;
- отдача от решения ожидается в течение длительного периода времени;
- требуются, как правило, существенные затраты.

Для принятия решения о долгосрочном вложении капитала необходимо располагать информацией, подтверждающей два основных предположения. Во-первых, все вложенные средства будут полностью возмещены. Во-вторых, прибыль, полученная от данной операции, будет достаточно велика, чтобы компенсировать временный отказ от использования средств, а также риск, возникающий вследствие неопределенности конкретного результата. Таким образом, проблема принятия решения об инвестировании сводится к анализу адекватности плана предполагаемого развития событий и вероятных последствий его осуществления ожидаемому результату.

В экономической науке употребляется много общих терминов, связанных с инвестиционной деятельностью. Здесь можно выделить такие ключевые понятия, как «инвестиционный потенциал», «инвестиционный риск», «инвестиционный климат».

Инвестиционный потенциал — это инвестиционная емкость какого-либо объекта (от конкретной организации промышленности до крупной территории или страны), складывающаяся как сумма объективных предпосылок для инвестиций, зависящая от наличия и разнообразия сфер и объектов инвестирования, от текущего экономического состояния (т.е. «здоровья»), от факторов производства (капитал, рабочая сила, природные ресурсы), от инфраструктуры, от потребительского спроса и т.д.

Инвестиционный риск характеризует вероятность потери инвестиций и дохода от них, он как бы суммирует правила игры на инвестиционном рынке. Степень инвестиционного риска зависит как от коммерческих (на уровне конкретной организации промышленности), так и от некоммерческих рисков, относящихся к макроуровню (политические, социальные, экономические, экологические, криминальные). Для принятия решения об инвестировании недостаточно рассматривать только инвестиционный потенциал (возможности), необходима корректировка через учет рисков (угрозы).

Инвестиционный климат включает в себя объективные инвестиционные возможности сфер и объектов (инвестиционный потенциал) и условия деятельности инвестора (инвестиционный риск). В связи с этим инвестиционный климат можно определить как систему социально-экономических отношений, формирующихся под

воздействием широкого круга взаимосвязанных процессов на макро- и микроуровне управления и создающих предпосылки для проявления устойчивых инвестиционных мотиваций. Инвестиционный климат характеризует привлекательность стран, территорий, отраслей.

1.2. Классификация и структура инвестиций, их анализ

Экономическая сущность инвестиций может быть более глубоко раскрыта при группировке многочисленных видов инвестиций по различным классификационным признакам. Методологические вопросы главным образом касаются определения критериев классификации инвестиций, позволяющих получить представление о многообразии их видов. В частности, с точки зрения сфер рынка, на которых они фигурируют, и объектов вложения инвестиции могут иметь форму либо капиталобразующих (реальных), либо портфельных инвестиций. Портфельные инвестиции — это сумма средств, необходимых для приобретения совокупности различных фондовых ценностей (государственных и частных ценных бумаг, производных фондовых продуктов, любых других продуктов рынка ценных бумаг), а также иных финансовых активов (страховых полисов, долей в уставных фондах неакционированных предприятий, целевых вкладов, залогов и т.п.), обеспечивающих выгодное (высокий текущий доход или быстрый прирост вложенных средств) и надежное (защиту от обесценения средств, ликвидность) размещение. Реальные инвестиции — это финансирование капитального строительства и капитальных вложений, направленных на создание основных фондов производственного и непроизводственного назначения. Классификация инвестиций по объектам вложения и сферам рынка представлена на рис. 1.2¹.

В соответствии с целями и задачами инвестиционной деятельности и для всестороннего учета и анализа средств, направленных на воспроизводство основных фондов, их следует группировать по следующим признакам.

1. По характеру участия в инвестировании выделяют прямые и непрямые инвестиции. Под прямыми инвестициями понимают непосредственное участие инвестора в выборе объектов инвести-

¹ Экономика предприятия и отраслей промышленности. Ростов н/Д, 1999.

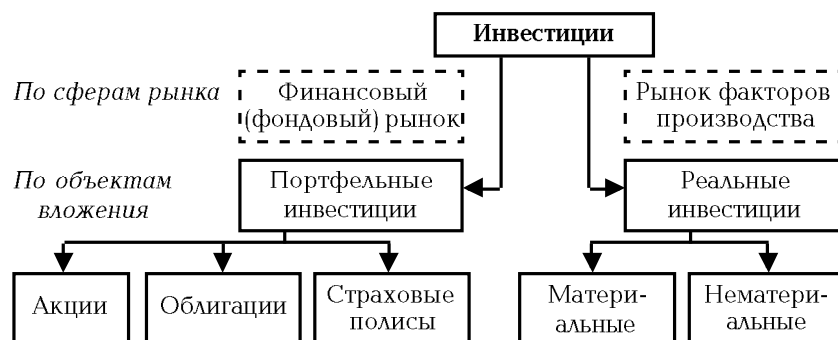


Рис. 1.2. Классификация инвестиций по объектам вложения и сферам рынка

рования и вложения средств. Под непрямыми инвестициями подразумевают инвестирование, опосредствуемое другими лицами (инвестиционными или иными финансовыми посредниками).

2. По периоду инвестирования различают краткосрочные и долгосрочные инвестиции. Под краткосрочными инвестициями понимают обычно вложение капитала на период не более одного года, а под долгосрочными инвестициями — вложения капитала на период свыше одного года.

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

4. По хронологическому порядку инвестиции подразделяются на начальные и текущие. Начальные инвестиции — это инвестиции, которые были осуществлены на стадии создания производства. Их еще называют нетто-инвестициями. Последующие инвестиции соответственно называют текущими инвестициями.

5. Реальные инвестиции подразделяются по направлению использования:

- 1) инвестиции в новое строительство;
- 2) инвестиции, направленные на замену или сохранение оборудования;
- 3) инвестиции с рационализаторскими целями;
- 4) инвестиции, направленные на расширение производства.

Причиной, заставляющей вводить такого рода классификацию инвестиций, является различный уровень риска, с которым они сопряжены.

6. В условиях рыночной экономики осуществление инвестиций нельзя рассматривать как произвольную форму деятельности фирмы, потому что фирма может осуществлять или не осуществлять подобного рода операции. Неосуществление инвестиций неминуемо приводит к потерям конкурентных позиций. Поэтому все инвестиции можно разбить на две группы:

1) пассивные инвестиции, т.е. такие, которые обеспечивают в лучшем случае неухудшение показателей прибыльности вложений в операции данной фирмы за счет замены оборудования, подготовки нового персонала взамен уволившихся сотрудников и т.д.

2) активные инвестиции, т.е. такие, которые обеспечивают повышение конкурентоспособности фирмы и ее прибыльности по сравнению с ранее достигнутыми за счет внедрения новой технологии, организации выпуска пользующихся спросом товаров или поглощения конкурирующих фирм.

7. Не менее важна классификация инвестиций по источникам финансирования. По действующему законодательству инвестиционная деятельность на территории Российской Федерации может осуществляться за счет:

- собственных финансовых ресурсов и внутрихозяйственных резервов инвестора (прибыль, амортизационные отчисления, денежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц, средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий и др.);
- заемных финансовых средств инвестора (банковские и бюджетные кредиты, облигационные займы и др.);
- привлеченных финансовых средств инвестора (средства, получаемые от продажи акций, паевые и иные взносы членов трудовых коллективов, граждан, юридических лиц);
- денежных средств, централизуемых объединениями (союзами) предприятий;
- инвестиционных ассигнований из государственных бюджетов и внебюджетных фондов;
- иностранных инвестиций.

В условиях развитого рынка каждый предприниматель широко пользуется всеми возможностями, которые ему предоставляются и которые, на его взгляд, являются наиболее предпочтительными.

ГЛАВА 2

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПРОЕКТИРОВАНИЕ

2.1. Содержание и структура проекта

Определение понятия «проект» закреплено в Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов, утвержденных Минэкономки России, Минфином России и Госстроем России 21.06.1999 № ВК 477. Согласно данному документу **проект** — это:

- комплект документов, содержащих формулирование цели предстоящей деятельности и определение комплекса действий, направленных на ее достижение;
- комплекс действий (работ, услуг, экономических приобретений, управляемых операций и решений), направленных на достижение сформулированной цели.

Согласно Закону об инвестиционной деятельности инвестиционный проект — это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектная документация, разработанная в соответствии с законодательством РФ и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

В современной литературе под **инвестиционным проектом** понимается комплексный план мероприятий (включающий капитальное строительство, приобретение технологий, закупку оборудования, подготовку кадров и т.д.), направленный на создание нового или модернизацию (расширение) действующего производства товаров и услуг с целью получения экономической выгоды или достижения иного полезного эффекта. Термином «инвестиционный проект» обозначают также дискретную совокупность ресурсов, инвестиций и определенных действий, имеющих своей целью устранение или смягчение различного рода ограничений на развитие и достижение

более высокой производительности и улучшения жизни определенной части населения за данный промежуток времени. Проект включает в себя проблему (замысел), средства решения проблемы и получаемые в процессе результаты решений.

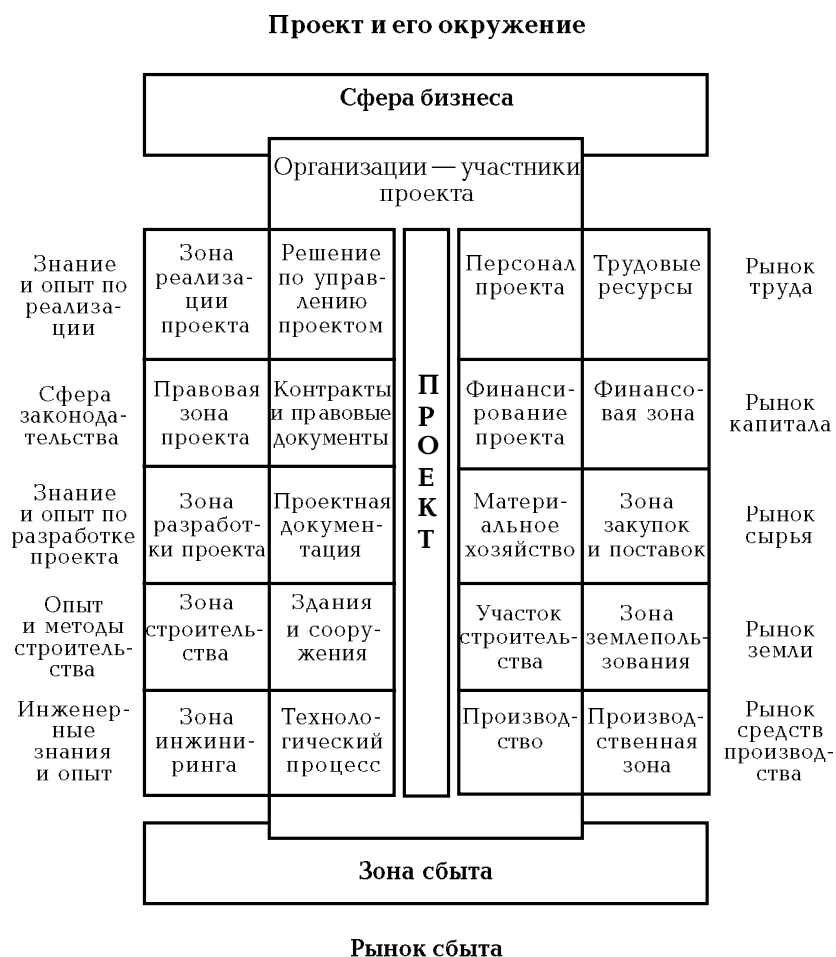
Осуществление проекта происходит в динамической среде, которая оказывает на него определенное воздействие: экономическое, социальное, финансовое, организационное и др. Каждое из таких воздействий в определенных условиях может оказаться критическим для проекта. В связи с этим окружающая среда проекта должна быть проанализирована и выделены факторы окружения проекта, которые могут оказать существенное влияние на его реализацию. **Окружающая среда** — совокупность внешних и внутренних факторов, влияющих на достижение результатов проекта.

Представление о проекте и его окружении дано на схеме (рис. 2.1).

Во время реализации проекта продолжается повседневная жизнь предприятия, которая оказывает влияние на проект через *факторы ближнего окружения проекта*, к которым относятся следующие:

- 1) руководство предприятия определяет цели и основные требования к проекту. Цели проекта должны быть четко определены, результаты измеримы, а заданные ограничения и требования выполнимы;
- 2) сфера финансов определяет бюджетные рамки проекта с учетом калькуляции для серийного производства продукта и покрытия расходов на проект, а также способы и источники его финансирования;
- 3) сфера сбыта формирует условия проекта, определяемые решениями покупателей, наличием и действиями конкурентов;
- 4) сфера производства дает рекомендации по использованию технологии и оборудования, требует загрузки простаивающих участков, согласования проекта с возможностями рынка средств производства и т.д.;
- 5) сфера материально-технического обеспечения формирует требования к проекту, вытекающие из возможности обеспечения сырьем, материалами и оборудованием;
- 6) сфера инфраструктуры выдвигает требования к рекламе, транспорту, связи, телекоммуникациям, информационному и другим видам обеспечения.

Внешнее окружение оказывает влияние на проект как через предприятие, так и напрямую. Основные *факторы внешнего окружения проекта* сгруппированы в следующие группы:

**Рис. 2.1.** Представление о проекте

1) политические факторы — политическая стабильность, участие в военных союзах, поддержка проекта правительством, торговый баланс со странами-участницами;

2) экономические факторы — структура национального хозяйства, виды ответственности и имущественные права, тарифы и налоги, страховые гарантии, уровень инфляции, стабильность валюты, степень хозяйственной самостоятельности субъектов, уровень

развития банковской системы и рыночной инфраструктуры, уровень цен и др.;

3) общественные факторы — условия и уровень жизни, образования, трудовое законодательство, здравоохранение и медицина, общественные организации, СМИ и др.;

4) законодательно-правовые факторы — права человека, права предпринимательства, права собственности, законы и нормативные акты о предоставлении гарантий и льгот;

5) научно-технические факторы — уровень развития фундаментальных и прикладных наук, информационных технологий и компьютеризации, уровень промышленных и производственных технологий, энергетических и транспортных систем, связи и коммуникаций;

6) природные и экологические факторы — естественно-климатические условия, природные ресурсы и законодательство по защите окружающей среды.

В табл. 2.1 предлагается экспертная оценка степени влияния факторов окружения на различные типы проектов сопоставимых масштабов, составленная по данным опросов.

Таблица 2.1

Влияние факторов окружения на различные типы проектов*

Типы проектов	Сфера влияния среды								
	политика	экономика	общество	законы и право	наука и техника	культура	природа	экология	инфраструктура
Социальные	3	3	3	3	1	3	1	2	2
Экономические	3	3	2	3	1	2	0	1	1
Организационные	2	3	2	3	2	3	2	1	1
Инновационные	1	2	1	2	3	3	1	1	1
Инвестиционные	1	3	2	3	2	1	3	3	3

* Ранги обозначают: 0 — не влияет; 1 — влияет слабо; 2 — влияет существенно; 3 — влияет сильно.

На основании экспертной оценки можно сделать следующие выводы:

- наибольшему влиянию внешнего окружения подвержены социальные и инвестиционные проекты, затем организационные и экономические, в меньшей степени — инновационные;
- наибольшее влияние на проекты оказывают экономика, законы и право, культура, политика и общество, наименьшее — природа, экология и инфраструктура.

Для управления проектом необходимо определить и построить его структуру.

Структура проекта представляет собой стройную иерархическую декомпозицию проекта на составные части, необходимые и достаточные для эффективного планирования и контроля реализации проекта. Она должна удовлетворять следующим *правилам*.

1. Совокупность элементов каждого уровня иерархии декомпозиции проекта должна представлять весь проект. Уровни декомпозиции различаются степенью детализации.

2. Суммарные значения характеристик проекта (объемы работ, потребляемые ресурсы, стоимость, количество исполнителей и др.) на каждом уровне структуры должны совпадать.

3. Нижний уровень декомпозиции должен содержать такие элементы работ, на основе которых могут быть определены количественные значения характеристик работ, необходимые и достаточные для оперативного управления проектом. На основе детальных данных проекта могут быть получены агрегированные данные для любого уровня структуры проекта.

Структурные модели могут различаться по *принципам декомпозиции* проекта. В случае, когда результаты проекта могут быть достаточно четко определены, структурная декомпозиция проекта осуществляется с ориентацией на результаты, которые могут быть представлены объективно-конструктивными или функциональными частями проекта. Когда результаты проекта нечетко сформулированы (например, на начальных стадиях реализации), структурная композиция строится, опираясь на фазы жизненного цикла проекта.

Независимо от принципа декомпозиции выделяют *общие правила построения структуры проекта*.

1. Возможен выбор для структурной модели всех работ проекта необходимой детализации. Набор работ различной детализации

называется сечением структурной модели проекта. Совокупность элементов любого уровня структурной модели также является ее сечением. Нижние уровни иерархических структур, содержащие самый подробный перечень работ, независимо от принципа декомпозиции совпадают между собой.

2. Число уровней иерархии структуры строго не определено и обычно колеблется в пределах от шести до восьми в зависимости от характеристик проекта.

3. Верхние уровни структурной модели проекта ориентированы на результаты или фазы жизненного цикла проекта, а нижние отражают дальнейшую детализацию вплоть до работ конкретного исполнителя.

Принятая структура проекта с выделенной в ней иерархией устойчивых элементов образует основу информационного языка проекта, на котором ведется документирование.

В управлении проектом применяются следующие типы структурных моделей проекта:

1) дерево целей и результатов — первая по времени разработки модель декомпозиции проекта;

2) структурная организация проекта — иерархическая декомпозиция организационной и производственной структур проекта;

3) матрица распределения ответственности и работ по исполнителям;

4) сетевая модель проекта, или система сетевых моделей, с заданной степенью детализации;

5) структурная декомпозиция стоимостных показателей ресурсов;

6) структурная контрактная декомпозиция работ проекта;

7) дерево распределения рисков проекта и решений по их минимизации;

На основе композиции различных структурных моделей можно построить дополнительные композиционные структурные модели.

2.2. Виды и участники инвестиционных проектов

Сложность управления проектами заключается в том, что характеристики проектов могут сильно различаться. Выделяют четыре группы факторов, определяющих конкретный проект: масштаб проекта, сроки реализации, качество, ограниченность ресурсов.

На основе анализа указанных факторов специалисты различают следующие специальные виды проектов:

- по масштабности — малые проекты и мегапроекты;
- по срокам выполнения — краткосрочные и долгосрочные проекты;
- по качеству — бездефектные и дефектные проекты;
- по ресурсам — мультипроекты, проекты модульного строительства и проекты, выполняемые в особых климатических условиях.

Малые проекты — это простые, небольшие по масштабу проекты с ограниченными объемами. Капиталовложения в такие проекты составляют от нескольких сотен тысяч до 10—15 млн долл. Отличительными особенностями *мегапроектов* являются высокая стоимость (примерно 1 млрд долл.), капиталоемкость, большой объем работ, значительные сроки реализации и др.

Отличительной чертой *краткосрочных проектов* являются сжатые сроки реализации, которые часто необходимы для выигрыша во времени и сохранения приоритета в конкурентной борьбе на рынке сбыта.

В *бездефектных проектах* доминирующим фактором является повышенное качество. Стоимость таких проектов может быть весьма значительной (например, проекты атомных электростанций).

В *мультипроектах* реализуемые замыслы находятся на грани между единичным проектом и несколькими проектами. Основная задача менеджера проекта заключается в том, чтобы обеспечить справедливое распределение ограниченных ресурсов между партнерами, участвующими в реализации мультипроекта.

Проекты модульного строительства — это проекты с использованием модульных конструкций, предварительно изготовленных и собранных. Из проектов, в которых преобладание одного из факторов заранее предусмотреть нельзя, но которые можно рассматривать как специальные в силу определенных особенностей их реализации, можно назвать: международные проекты, совместные предприятия. *Международные проекты* составляют значительную часть специальных видов проектов. Они отличаются своими объемами и стоимостью, а также важной ролью в экономике и политике стран, для которых они разрабатываются.

В специальной литературе существует и другая классификация проектов.

1. По величине требуемых инвестиций — крупные, традиционные, мелкие.

2. По степени их взаимного влияния:

- независимые, если денежный поток одного проекта не изменится в результате принятия или отклонения другого проекта (проекты преследуют разные цели);
- взаимодополняющие, если реализация одного проекта невозможна без реализации другого. Часто денежные потоки таких проектов объединяются, и они рассматриваются как один;
- взаимоисключающие, если реализация одного проекта исключает реализацию другого (выбор постройки деревянного моста исключает постройку железного на этом же месте).

3. По типу денежного потока — ординарные, неординарные.

4. По отношению к риску (риск осуществления) — рисковые, безрисковые (которые должны обязательно осуществиться).

Состав участников проекта, их роли, распределение функций и ответственности зависят от типа, вида, масштаба, сложности и фаз жизненного цикла проекта. Функции, связанные с реализацией проекта в ходе его жизненного цикла, являются постоянными, а состав участников, их роли, распределение ответственности и обязанностей могут меняться. К основным участникам проекта относятся:

1) *инициатор* — автор главной идеи проекта, его предварительного обоснования и предложений по его осуществлению. Им может быть любой из будущих участников проекта, однако обычно инициатива исходит от заказчика;

2) *заказчик* — будущий владелец и пользователь результатов проекта, который определяет основные требования и масштабы проекта, обеспечивает финансирование проекта, заключает контракты с исполнителями, управляет процессом взаимодействия между всеми участниками и несет ответственность за проект;

3) *инвестор* — сторона, вкладывающая в проект средства с целью максимизации прибыли на свои инвестиции от реализации проекта. Инвесторы вступают в контрактные отношения с заказчиком и являются полноправными партнерами проекта и владельцами имущества, приобретенного за счет их инвестиций, пока не будет выполнен контракт с заказчиком;

4) *проект-менеджер* (руководитель проекта) — юридическое лицо, которому заказчик и инвестор делегируют полномочия руководить работами, связанными с осуществлением проекта. Состав функций и полномочий определяется контрактом с заказчиком;

5) *команда проекта* (рабочая группа) — организационная структура, создаваемая на период осуществления проекта и возглавляемая менеджером. Ее задача — осуществление функций управления проектом до эффективного достижения его целей;

6) *контрактор* — участник проекта, вступающий в отношения с заказчиком и берущий на себя ответственность за выполнение работ и услуг по контракту. В функции контрактора входят заключение контракта с заказчиком, договоров с субконтракторами, координация их работ, принятие и оплата работ соисполнителей;

7) *субконтрактор* — вступает в договорные отношения с контрактором или субконтрактором более высокого уровня и несет ответственность за выполнение контракта;

8) *лицензоры* — организации, выдающие лицензии на право владения земельным участком, ведения торгов, выполнения определенных видов работ и т.д.

9) *органы власти* — удовлетворяют свои интересы путем получения налогов и выдвигают экологические, социальные, общественные и другие требования, связанные с реализацией проекта;

10) *производитель конечной продукции проекта* — осуществляет эксплуатацию созданных основных фондов и производит готовую продукцию. Его роль и функции зависят от доли собственности в конечных результатах проекта. Обычно является заказчиком или инвестором проекта;

11) *потребители конечной продукции* — юридические и физические лица, являющиеся покупателями и пользователями конечной продукции, определяющие требования к производимой продукции, формирующие спрос на нее. За счет средств потребителей возмещаются затраты на проект и формируется прибыль всех участников проекта.

На осуществление проекта оказывают влияние другие стороны окружения проекта, которые тоже могут быть отнесены к участникам проекта: конкуренты основных участников проекта; общественные группы и население, чьи экономические и внеэкономические интересы затрагивают осуществление проекта; спонсоры проекта; консалтинговые, инжиниринговые организации, вовлеченные в процесс осуществления проекта, и др.

Принципиальная схема взаимодействия возможных участников инвестиционного проекта по исполнению ими основных функций представлена в табл. 2.2.

Окончание табл. 2.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Освоение и выпуск продукции	⊗	⊕	⊕			⊕				⊕	⊕	⊗	⊕

Условные обозначения:

З — заказчик; РП — руководитель проекта; П — проектировщик; ГП — генпроектировщик; СП — субподрядчик; Б — банки; ОВ — органы власти; ПС — поставщики; В — владелец земли; Л — лицензоры; И — инженер; ИП — изготовители продукции; ПП — потребители продукции; ⊗ — на указанном этапе этим участником данная функция не выполняется; ⊕ — функция выполняется.

2.3. Жизненный цикл проекта

Разработка инвестиционного проекта — длительный и очень дорогостоящий процесс. Каждый проект от возникновения идеи до полного завершения проходит ряд последовательных фаз развития. Каждая из этих фаз в свою очередь подразделяется на стадии, которые имеют свои цели, методы и механизмы реализации. Полная совокупность фаз развития проекта образует его жизненный цикл. *Жизненный цикл проекта* — набор последовательных фаз, выделяемых для лучшего контроля и управления. Он необходим для анализа проблем финансирования работ по проекту и принятия необходимых управленческих решений. На практике такое деление жизненного цикла проекта может быть различным, поскольку не существует общепринятого подхода, определяющего количество фаз, их содержание, а также последовательность, так как эти характеристики зависят от конкретного проекта, условий его осуществления и опыта основных участников. Важно, чтобы это деление позволяло наметить некоторые важные периоды в состоянии объекта проектирования, при прохождении которых он существенно изменялся бы и предоставлялась возможность оценки наиболее вероятных направлений его развития.

Некоторые специалисты делят жизненный цикл проекта на три фазы: предынвестиционную — от предварительного исследования до окончательного решения о принятии инвестиционного проекта; инвестиционную — проектирование, заключение договора или контракта, подряда на строительство; эксплуатационную (производственную) стадию хозяйственной деятельности

объекта. Прединвестиционная и инвестиционная стадии относятся к области инвестиционного проектирования, а производственная — к области изучения специальных организационно-управленческих дисциплин (организация производства, планирование, анализ, менеджмент и т.д.). Достоинство такого постадийного подхода состоит в том, что он обеспечивает возможность постепенного нарастания усилий и затрат, вкладываемых в подготовку проекта.

Примерное содержание фаз жизненного цикла инвестиционного проекта применительно к действующим в Российской Федерации нормативным документам приведено в табл. 2.3.

В литературе встречаются и другие подходы к разделению жизненного цикла инвестиционного проекта на фазы, подфазы и этапы. Особенностью многих инвестиционных проектов является ограничение их жизненного цикла сроками его объектов заказчику. Например, вариант трехстадийного деления процесса реализации проекта включает следующие фазы: концептуальную, контрактную и фазу реализации.

Концептуальная фаза этого трехстадийного деления включает:

- определение и уточнение конечных целей проекта и путей их достижения;
- оценка жизнеспособности проекта (формирование конкретных целей и ограничений; предварительная оценка стоимости проекта (точность оценки 25—40%));
- составление плана работ по проекту;
- разработка требований к проекту;
- выбор и приобретение земельного участка;
- утверждение состава работ по конкретному проектированию и формированию приближенной оценки затрат по проекту (точность оценки 10—15%).

В контрактной фазе производятся следующие работы:

- составление квалификационных требований;
- подготовка предварительного задания на проектирование;
- объявление о намерении проектировать объекты;
- отбор потенциальных исполнителей проекта (тендер);
- оформление контракта с выбранной проектной организацией;
- выбор и утверждение окончательного варианта;
- выбор и оформление отношений со строительной организацией.

Фаза реализации проекта может быть поделена на две подфазы:

- 1) детальное (рабочее) проектирование и поставки;
- 2) строительство.

Таблица 2.3

Содержание фаз жизненного цикла инвестиционных проектов

Предынвестиционная		Инвестиционная			Эксплуатация
Предынвестиционные исследования: изучение прогнозов и направлений страны (региона, города); формирование инвестиционного замысла; подготовка декларации о намерениях; предварительное согласование инвестиционного замысла; составление и регистрация ofert; разработка обоснования инвестиций, оценка жизнеспособности проекта; выбор места размещения объекта;	Разработка проектно-сметной документации, планирование проекта и подготовка к строительству; разработка плана проектно-исследовательских работ; задание на разработку ТЭО; согласование, экспертиза и утверждение ТЭО строительства; выдача задания на проектирование; разработка, согласование и утверждение рабочей документации;	Проведение торгов и заключение контрактов; организация закупок и поставок, подготовка тендерных работ; тендеры на проектно-исследовательские работы; тендерные работы и заключение контрактов; тендеры на поставку оборудования и заключение контрактов; тендеры на подрядные работы и заключение контрактов; тендеры на услуги консультантов и заключение контрактов; разработка планов (графиков)	Строительно-монтажные работы: разработка оценочного плана строительства; разработка графиков работ машин; выполнение строительно-монтажных работ; мониторинг и контроль; корректировка плана проекта и оперативного плана строительства; оплата выполненных работ и поставок	Завершение строительной фазы проекта: пусконаладочные работы; сдача-приемка объекта; закрытие контракта; демобилизация ресурсов; анализ результатов	Ремонт Развитие производства Закрепление проекта: вывод из эксплуатации; демонтаж оборудования; модернизация

Окончание табл. 2.3

Предынвестиционная		Инвестиционная		
экологическое обоснование; экспертиза; предварительное инвестиционное решение; разработка предварительного плана проекта	принятие окончательного решения об инвестировании; отвод земли под строительство; разрешение на строительство; задание на разработку проекта производства работ; разработка плана проекта	поставки ресурсов; подготовительные работы по проекту		

На первой подфазе реализации проекта подвергается риску наибольшая сумма денег. До момента начала финансирования проекта в целом и продолжения работ по детальному техническому проектированию и поставкам проект может быть прекращен со сравнительно небольшими затратами. По окончании базовых проектно-конструкторских работ до ассигнования средств на весь проект может быть сделана еще более детализированная достоверная оценка затрат.

Строительная подфаза реализации проекта предполагает осуществление:

- закупок строительных материалов, изделий и конструкций;
- найма рабочих;
- аренды строительного оборудования;
- выполнения строительных, монтажных и пусконаладочных работ;
- сдачи-приемки готовых объектов в эксплуатацию.

Практика показывает, что наибольший вес по трудоемкости и затрачиваемому времени в реализации проектов имеет деятельность по трем направлениям: инженерное описание (проектирование), поставки (закупки), строительство. Работы по этим направлениям обычно называются основными этапами реализации проекта, в то время как анализ проблемы, разработка концепции проекта и т.д. относятся к его начальной фазе, а сдача-приемка объектов проекта, их эксплуатация и ликвидация — к завершающей.

Под *инвестиционным проектированием* понимается комплекс работ, целью которого является эффективное вложение финансовых средств и материальных ресурсов (инвестиций) в создание или расширение производства товаров и услуг. Инвестиционное проектирование представляет собой процесс системного изучения всех существенных сторон и особенностей инвестиционного проекта и подготовки информации для принятия обоснованных инвестиционных решений.

По мнению специалистов, проект предприятия или сооружения включает технологическую, строительную и экономическую части; проект жилого здания, объекта культурно-бытового назначения — строительную и экономическую.

Технологическая часть содержит проектные решения, определяющие технологию и организацию производства товара, характер и виды оборудования, уровень механизации и автоматизации труда. В строительную часть включаются объемно-планировочные (основные размеры здания и сооружения, дороги, расположение и размеры их отдельных частей, этажность и т.п.) и конструктивные (выбор материала, типа и степени применения сборных конструкций, покрытия дороги и т.д.) решения, а также проект организации

строительства и другие необходимые документы. В этой части рассчитывается потребность в строительных материалах, конструкциях и деталях, машинах и оборудовании, транспортных средствах и рабочих кадрах стройки, по каждому объекту устанавливаются объемы строительно-монтажных работ, последовательность и сроки их выполнения, методы производства основных работ. Расчеты, позволяющие сделать выбор места строительства, определить мощность и состав предприятия, уровень производительности труда его работников, содержатся в экономической части проекта. В ней обосновывается обеспеченность проектируемого предприятия кадрами, сырьем, топливом и энергией, водой, а также определяются районы сбыта, себестоимости продукции и т.д. В проекте на основе смет и сметно-финансовых расчетов устанавливается сметная стоимость строительства. Началу проектирования предшествует важная предпроектная разработка. Прежде всего изучаются возможности наращивания производственных (проектных) мощностей за счет реконструкции, расширения или модернизации действующих предприятий, а затем экономически обосновывается целесообразность строительства новых производственных проектов.

ГЛАВА 3

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПРОЕКТОМ

3.1. Содержание процессов управления проектом

Управление проектом (*project management*) — это процесс управления людскими, финансовыми и материальными ресурсами на протяжении всего цикла осуществления проекта с помощью применения современных методов управления для достижения определенных в проекте результатов по составу и объему работ, стоимости, времени, качеству и удовлетворению участников проекта. Традиционной областью применения управления проектом являются такие сложные динамические системы, как аэрокосмонавтика, оборона, строительство промышленных и сложных гражданских объектов, высокие технологии и др. Однако в последнее время применение управления проектом становится обычным делом и в других сферах, в отношении более простых проектов, осуществляемых малыми и средними компаниями, а также для внутрифирменного управления компаниями и их развития.

Первые инструменты для решения поставленных задач, появившиеся в 50-х годах XX в., были основаны на использовании метода критического пути и метода оценки и пересмотра планов (*PERT*). С тех пор спектр методов управления проектами в развитых странах непрерывно расширялся и стал включать такие методы, как календарное планирование, логистика, текущее (стандартное) планирование, структурное, ресурсное, имитационное, стратегическое планирование и др.

Приведем основные **этапы развития методов управления проектами в России**¹.

1. *Истоки управления проектами.* В период с 30-х до начала 90-х годов XX в. были заложены основы управления проектами. Рост

¹ См.: Разу М.А., Воропаев В.И., Якутин Ю.В. и др. Управление программами и проектами: 17-модульная программа для менеджеров «Управление развитием организации». Модуль 8. М.: ИНФРА-М, 2000.

однотипного серийного производства, прежде всего в сфере жилищного строительства, дал толчок развитию теории и практики поточной организации работ по реализации строительных проектов. Опираясь на эти первые опыты массового жилищного и промышленного строительства, в стране развивается теория потока, которая явилась фундаментом современной научной организации и управления производством. Планирование и контроль выполнения проектов в этот период базируются на детерминированных линейных моделях Ганта и циклограммах с использованием графоаналитических методов их расчета и оптимизации.

2. *Сетевые методы.* Развитие современных методов управления проектами началось в СССР с появления в 1959 г. в США первых публикаций о сетевых методах (метод критического пути, метод *PERT*).

В начале 70-х годов XX в. были разработаны оригинальные сетевые модели, более гибкие и мощные, чем *СРМ*, *МРМ* или *ГЕРТ*. Эти модели, так называемые обобщенные сетевые (ОСА), особенно полезны для описания сложных проектов с различными взаимосвязями между работами и временными ограничениями разного типа. Тогда же был разработан спектр стохастических и альтернативных моделей, учитывающих вероятностную природу различных элементов проекта (например, продолжительность работ, связей, ресурсов, альтернативных работ и др.).

К началу 70-х годов методы управления проектами, основанные на сетевых методах, получили в стране широкое распространение.

Сетевые методы и до сих пор не потеряли своего значения, хотя с начала 80-х годов они используются на качественно новом уровне — в составе автоматизированных систем управления, а в настоящее время составляют ядро современных методов и средств управления проектами.

3. *Программные средства для управления проектами.* Применение сетевых методов было тесно связано с использованием ЭВМ. Первые программные комплексы для управления проектами, появившиеся в СССР в начале 70-х годов, содержали временной и стоимостный анализ, включая оптимизацию сроков и стоимости работ и проектов, а также решение задач распределения ресурсов. В частности, был разработан ряд оригинальных эвристических алгоритмов распределения ресурсов, выполнявших логический анализ сложных ситуаций, обладающих способностью самообучения и снабженных удобным пользовательским интерфейсом. Подоб-

ные алгоритмы могут быть полезны и сейчас при разработке систем управления проектами.

4. *Мультипроектное управление.* В середине 70-х годов развитие управления проектами постепенно перешло от управления единичными проектами к управлению деятельностью целой организации, выполняющей много проектов одновременно. Тогда же появились и первые программные системы для мультипроектного управления.

5. *Интегрированные системы.* На основе мультипроектного управления в 80-х годах активно велась компьютеризация и автоматизация в промышленности и инвестиционно-строительной сфере. Наряду с системами организационно-экономического управления развиваются другие системы автоматизации: проектирования (САПР), подготовки производства, управления технологическими процессами (АСУ ТП) и др. В этот период ЭВМ довольно широко используются для планирования и оперативного управления производством, для проектно-конструкторских работ, расчета смет и определения потребности в ресурсах, учета выполнения работ и составления отчетности, ведения бухгалтерии и многих других целей. В 80-е годы создание интегрированных автоматизированных систем управления (ИАСУ) становится основой технической политики в области автоматизации производства и управления.

Управление проектом состоит из процессов по осуществлению проекта. **Система управления проектом** является разновидностью кибернетической системы, состоящей из объекта управления (инвестиционного проекта) и субъекта управления (команды управления проектом), связанных прямой и обратной связями, посредством которых осуществляется управление. В системе управления проектом реализуются две группы процессов.

1. *Проектно-ориентированные процессы*, связанные с объектом управления, которые выполняются исполнителями работ проекта и направлены на достижение результатов проекта. Они относятся преимущественно к производственным и технологическим процессам и включают разработку концепции проекта и его технико-экономическое обоснование; разработку проектно-сметной документации; поставку материалов и оборудования; строительно-монтажные работы; пусконаладочные работы; сдачу объекта в эксплуатацию.

2. *Процессы управления*, связанные с субъектом управления, которые направлены на решение управленческих задач, связан-

ных с реализацией функций управления проектом. Они относятся к организационно-экономическим процессам и включают составление описаний мероприятий по планированию, организации и координации работ в проекте.

Все процессы управления проектом могут быть разделены на пять групп, каждая из которых включает несколько процессов:

- процессы инициации — формальное признание того, что начинаются работы по проекту или его очередная фаза, которые включают инициацию проекта или его очередной фазы, разработку концепции проекта, технико-экономическое обоснование, оценку и утверждение проекта (фазы);
- процессы планирования — разработка плана проекта и действующей организационно-технической системы управления, включающие планирование предметной области (цели, результаты), структурную декомпозицию проекта, определение работ и их взаимосвязей, планирование ресурсов, оценку продолжительности работ, календарное планирование работ, оценку стоимости и формирование бюджета проекта, организационное планирование, формирование команды проекта, планирование коммуникаций в проекте, идентификацию и оценку рисков проекта, разработку мер реагирования на риски, планирование контрактов и поставок, разработку сводного плана проекта, включающего результаты всех процессов планирования;
- процессы выполнения — координация людских и материальных ресурсов, включающие организацию и координацию выполнения плана проекта; развитие команды проекта; распределение информации; подтверждение предметной области; размещение заказов на поставки, работы, услуги; заключение контрактов и их сопровождение;
- процессы контроля — слежение за ходом выполнения проекта и достижением целей путем мониторинга, количественной оценки выполненных по проекту работ и осуществление необходимых корректирующих воздействий для ликвидации нежелательных отклонений. Данные процессы включают представление отчетов о ходе выполнения работ по проекту, управление изменениями, контроль предметной области, сроков выполнения и стоимости проекта, контроль мероприятий по снижению рисков, контроль качества, контроль выполнения контрактов;

- процессы закрытия — формальная приемка выполненного проекта (отдельной фазы), закрытие контрактов и завершение проекта, включающие административное завершение проекта; закрытие контрактов.

Состояние проекта от идеи до завершения характеризуется изменением ряда показателей, которые определяют его сущность и на основе которых устанавливается успешность проекта. Эта совокупность элементов проекта по существу и является тем, что составляет управление проектом, т.е. эти элементы и являются объектами управления. Таких объектов управления в каждом проекте может быть достаточно много, однако для всех проектов можно выделить наиболее существенные *объекты управления*¹.

Предметная область — совокупность продуктов и услуг, производство которых должно быть обеспечено в рамках проекта. Ее определяют цели, результаты и состав работ, которые в процессе жизни проекта претерпевают изменения. Управление предметной областью заключается в управлении этими изменениями на протяжении жизненного цикла проекта и осуществляется через процессы инициации работ, планирования предметной области, определения предметной области, уточнения и подтверждения предметной области, контроля изменения предметной области.

Функция управления качеством проекта пронизывает весь жизненный цикл, все стороны и элементы проекта и включает проектные, организационные и управленческие решения; материалы, оборудование, сырье и др.; качество работ; качество результатов проекта (продукции, услуг). Управление качеством реализуется через установление требований и стандартов к качеству результатов проекта, планирование качества, обеспечение выполнения требований к качеству в процессе реализации проекта через систему контроля и поддержки качества.

Функция управления временем тесно связана с функцией управления предметной областью и включает определение характера работ и их продолжительности, сроков начала и завершения проекта, его частей, важнейших (контрольных) событий и каждой из выполняемых работ; минимизацию (оптимизацию) временных характеристик; разумное использование резервов времени; контроль за развитием проекта по временным характеристикам; прогнозирование сроков завершения работ, этапов и проекта в целом; принятие решений по ликвидации нежелательных временных от-

¹ См.: Разу М.А., Воропаев В.И., Якутин Ю.В. и др. Указ. соч.

клонений. Функция управления временем осуществляется путем анализа сроков выполнения проекта и его частей, календарного планирования работ, контроля графиков работ, их актуализации и корректировки.

Функция управления стоимостью включает планирование ресурсов, предварительную оценку расходов, связанных с проектом, определение сметы расходов, денежных потоков, прогнозирования доходов и прибылей, контроль расходования и поступления денежных средств и принятие решений в случае превышения расходов и других отклонений от финансовых планов. Главной задачей управления стоимостью являются соблюдение бюджетных рамок проекта и получение предусмотренной прибыли от его осуществления.

Риск в контексте проекта рассматривается как воздействие на проект и его элементы непредвиденных событий, которые могут нанести определенный ущерб и препятствовать достижению целей проекта. Риск проекта характеризуется следующими факторами: событиями, оказывающими негативное воздействие на проект; вероятностью наступления таких событий; оценкой ущерба, нанесенного проекту такими событиями.

Управление риском — это искусство и формальные методы прогнозирования, анализа, оценки, предупреждения возникновения рисков событий, принятия мер по снижению степени риска на протяжении жизни проекта и распределения возможного ущерба от риска между участниками проекта. Управление риском применяется в тех случаях, когда степень риска в проекте достаточно высока.

Функции управления человеческими ресурсами в проекте включают определение потребности, численного и квалификационного состава персонала на все периоды осуществления проекта; поиск и отбор кандидатур, оформление приема на работу и увольнение; планирование и распределение работников по рабочим местам; организацию обучения и повышения квалификации; установление ответственности; создание условий и рабочей атмосферы для коллективной работы; предупреждение и разрешение конфликтов; установление оплаты труда и др.

Функции управления контрактами и поставками в проекте включают выбор стратегии контрактной деятельности; информационно-рекламную работу; определение состава, номенклатуры и сроков работы привлекаемых по контракту субъектов; подготовку контрактных предложений; выбор контрагентов и поставщиков

путем торгов, конкурсов, тендеров и др.; подготовку документации для заключения контрактов; контроль за ходом их выполнения; закрытие и расчет по завершенным контрактам.

Функции управления коммуникациями в проекте включают разработку, организацию и контроль процесса информационного обмена с помощью разнообразных средств для удовлетворения потребностей участников проекта. В эту функцию управления обычно включаются процессы сбора, передачи, сортировки, отображения и интерпретации информации, необходимой и достаточной для всех участников проекта и его среды. При этом различаются два типа информационного обмена: формальный (путем использования информационных технологий) и неформальный (путем межличностных контактов и различного рода собраний). Управление коммуникациями внутри проекта тесно связано с управлением персоналом.

Осуществление проектов в условиях современной России, строящей новое общество и государственность, связано с интенсивными, динамическими изменениями и вызванным ими большим риском. Это относится к крупным долговременным инвестиционным проектам и программам. Причем для нетрадиционных сфер приложения опасность изменений и связанного с ними риска многократно увеличивается. Поэтому в России управление проектами — это управление изменениями в изменяющейся «родительской» организации под воздействием непрерывно изменяющейся окружающей ее внешней среды.

3.2. Организация управления проектом

Организация управления инвестиционным проектом — это создание или приведение системы управления в состояние необходимой упорядоченности и единства взаимодействия ее элементов, обеспечивающих эффективный режим функционирования процесса управления и поддержание его в этом состоянии. Иначе говоря, под организацией управления проектом следует понимать соединение отдельных частей системы управления проектом для обеспечения ее нормального функционирования. Принципиальная схема организационного управления проектом представлена на рис. 3.1¹.

¹ См.: Разу М.А., Воропаев В.И., Якутин Ю.В. и др. Указ. соч.

Элементы организационной системы управления проектом



Рис. 3.1. Схема организационного управления проектом

Совокупность элементов, включающая персонал, объединенная постоянной связью, имеющая общую цель и построенная таким образом, что все ее элементы содействуют достижению конечной цели проекта, называется *организационной системой управления*.

Модель реализации проекта (блок 4) имеет вид сетевой матрицы, так как сетевая матрица содержит строго определенный состав работ по конкретным задачам. На первом этапе каждая работа сетевой матрицы оценивается с точки зрения ее необходимости в управленческих действиях. Иными словами, выявляются те производственные операции, которые не могут быть выполнены без соответствующих действий аппарата управления.

Совокупность таких задач поступает из блока 4 в блок 1 (на схеме этот процесс обозначен стрелкой). По этой линии поступают производственные задачи, требующие управления. Происходит процесс образования управленческих задач. Каждая производственная задача получает здесь (блок 1) свои необходимые управленческие задачи, совокупность которых составляет первую и основную по объему часть содержания управления проектом. Вторую часть содержания управления составляют задачи, которые не вытекают непосред-

ственно из требований проекта, но необходимы для общества, например социальные, экологические, учетные задачи.

Выходом из блока 1 является матрица размещения управленческих задач в пространстве. Этот блок распределяет управленческие задачи между структурными подразделениями конкретного проекта.

Блок 2 представляет собой модель разделения обязанностей, прав и ответственности в аппарате управления проектом, формирование которой происходит с учетом различных нормативных актов. Выходом из этого блока является матрица разделения административных задач управления — организационный инструмент, являющийся основой для проектирования организационных структур управления и определения трудоемкости управленческих работ.

Блок 3 — модель управленческого процесса. Если блоки 1 и 2 являются статическими, то блок 3 — динамический. Он как бы сбалансирован по времени с блоком 4, тоже динамическим. Выходом из блока 3 являются должностные инструкции, выполненные в виде классификаторов задач или в других формах. Сбалансированность блоков позволяет создать динамическую систему управления проектом.

Достижение целей проекта осуществляется через функции управления. Реализация каждой функции обеспечивается соответствующим управленческим подразделением, которое является структурным элементом системы управления проектом. Обоснованность существования в системе управления структурных подразделений всегда определяется их функциями. **Функция управления** проектом означает деятельность команды проекта по управлению проектом. Выделяют базовые и интегрирующие функции¹.

К базовым функциям относятся:

- управление предметной областью проекта (содержательная сущность);
- управление качеством (требования к результатам, стандарты);
- управление временными ресурсами (бюджет времени);
- управление стоимостью (финансовый и материальный бюджет).

К интегрирующим функциям относятся:

- управление персоналом проекта (подбор, подготовка, организация работы);

¹ См.: Разу М.А., Воропаев В.И., Якутин Ю.В. и др. Указ. соч.

- управление коммуникациями (мониторинг и прогнозирование хода работ и результата);
- управление контрактами (контрактация исполнителей, материалов и др.);
- управление риском (снижение уровня неопределенности в проекте).

Любая функция управления состоит из пяти видов управленческой деятельности, обладающих относительной самостоятельностью: планирования, организации, координации, активизации, контроля. Планирование — определение оптимального результата при заданных ограничениях по времени и ресурсам. Организация — определение путей, методов и средств достижения поставленной цели. Координация, или гармонизация — установление гармонии в совместном труде участников планируемого процесса. Активизация, или мотивация — создание таких стимулирующих условий труда, при которых каждый работник трудился бы с наивысшей отдачей. Контроль — прогнозирование отклонений для их своевременного предупреждения.

Каждый предыдущий вид деятельности является необходимой предпосылкой последующего. Эти пять видов следуют один за другим, пока данная функция не будет полностью реализована. Следовательно, степень полноты реализации функции управления зависит от комплексности управленческой деятельности. Для этого необходимо рассмотреть всю сумму функций, составляющих содержание управления проектом, и установить степень соответствия этой суммы целям и задачам, стоящим перед проектом; комплексность реализации каждой функции по видам деятельности, стыковку функций, если они выполняются различными исполнителями, и трудоемкость функций с учетом равнонапряженности труда; процедуры выполнения каждой функции с целью упрощения и совершенствования технологии их выполнения.

Анализ эффективности реализации каждой функции позволяет также более четко определять обязанности и права работников аппарата управления и на этой основе проектировать более рациональную систему менеджмента.

Функции являются основой содержания управления проектом и структуры системы управления. Состав и численность аппарата управления в целом, равно как состав и численность входящих в него подразделений, определяются функциями управления и составляющими их операциями.

Деятельность команды управления проектом направлена на то, чтобы объединить в общем потоке управленческого труда все относительно обособленные, хотя и неразрывно связанные управленческие функции и достигнуть планируемого результата проекта.

3.3. Современные подходы к управлению проектом

Успешность выполнения проекта определяется тем, насколько эффективно осуществляется его замысел, в котором сконцентрированы интересы коллективов и организаций, работающих над его реализацией. Но эффективная реализация замысла проекта возможна только при эффективном управлении процессом выполнения проекта. В управлении реализацией проекта выделяется ряд подходов. Как считают специалисты, наиболее распространенные из них — функциональный, динамический, предметный.

Функциональный подход предполагает рассмотрение основных функциональных видов управленческой деятельности: анализ, планирование, организацию, контроль, регулирование.

Работа над проектом начинается с анализа, в дальнейшем анализу подлежат все элементы проекта: сроки выполнения работ, степень риска, финансы, кадры, качество результатов и т.д.

Планирование является основополагающей функцией в деятельности по управлению процессом реализации проекта. Планированию подлежат выполнение проектных работ, закупка технологий, материалов и оборудования, строительные и монтажные работы, сдача объектов в эксплуатацию и т.д. Исходными предпосылками для планирования реализации проекта являются стратегические плановые решения, заложенные в концепцию проекта:

- основные цели проекта;
- базовые сроки и максимальные уровни издержек осуществления проекта;
- потенциальные участники;
- принципы нейтрализации факторов риска;
- месторасположение строительства и т.д.

На контрактной фазе реализации проекта в ходе подготовки предложения по заключению контракта подрядчик конкретизирует стратегические плановые решения заказчика. В ходе этой конкуренции:

- определяются участвующие в проекте организации;
- уточняются контрольные сроки осуществления проекта;
- составляется календарный план проекта в качестве элемента контрольной документации.

Контракт юридически закрепляет обязательные к выполнению плановые решения, поэтому после его подписания подрядчик должен незамедлительно приступить к разработке своего плана реализации проекта. Практически процесс планирования реализации проекта является непрерывным и начинается после принятия решения о проработке проекта, продолжается в рамках всех последующих фаз проекта и завершается вместе с завершением работ по его реализации. Единой базой для непрерывного планирования работ по проекту является общий план реализации проекта, на основе которого разрабатывается календарный план работ. Планирование реализации проекта предполагает разработку исполнительных документов, которые используются в качестве дисциплинирующего начала с целью обеспечения эффективного результата.

Содержание плана реализации проекта (плана проекта) в значительной степени зависит от характера самого проекта, в том числе от типа создаваемых объектов и месторасположения строительства. Например, план проекта по возведению крупного промышленного комплекса должен включать следующие разделы: основные цели проекта; финансовый план проекта; план заключения субконтрактов; функциональный план проекта; анализ факторов выполнения проекта; приложения к плану проекта. Основные цели проекта определяются исходя из концепций проекта и корпоративных целей его участников.

Финансовый план проекта представляет собой сводную смету затрат по проекту и график их расходования. План заключения субконтрактов определяет совместную стратегию организаций: заказчика, генерального подрядчика, субподрядчиков и поставщиков, с помощью которой увязываются производственные цели этих организаций. Функциональный план проекта определяет структуру функциональных комплексов работ, сроки и особенности их выполнения. К функциональным комплексам относятся: проектно-конструкторские работы; материально-техническое снабжение; строительство; контроль качества; сдача проекта в эксплуатацию и освоение производственных мощностей.

Функциональный план проекта состоит из следующих типовых документов:

- основного календарного плана проекта;
- календарных планов отдельных (краткосрочных) работ;
- функциональных планов работ.

На стадии проектирования и строительства составным элементом методологии управления проектами является календарное планирование. В ходе реализации проекта применяются различные типы календарных планов, которые можно классифицировать следующим образом:

- по уровню планирования — календарные планы проекта, функциональные календарные планы работ;
- по глубине планирования — перспективные графики, еженедельные, еженедельные и т.д.;
- по форме представления — логические сети, графики и т.д.

Для календарного планирования работ применяют три типа графиков:

- 1) графики Ганта;
- 2) графики, построенные методом *PERT*;
- 3) графики, построенные методом критического пути.

Графики Ганта — это линейные графики, достаточно наглядные, но имеющие недостатки. По ним трудно оценить узкие места, фактические объемы выполняемых работ, причины задержек и др.

Метод *PERT* позволяет приближенно оценивать вероятное время завершения работ. Этот метод рекомендуется для проектов с существенной неопределенностью.

Метод критического пути (сетевое планирование) получил широкое применение в проектировании. Этот метод имеет ряд преимуществ:

- обеспечивает взаимосвязь и последовательность работ;
- учитывает ограничения и препятствия;
- определяет узкие места;
- дает возможность применять методы оптимизации.

В течение ряда лет в развитых странах разрабатывались и проверялись программные комплексы, позволяющие автоматизировать процесс разработки календарных планов (графиков) выполнения работ по реализации проектов. На основе таких комплексов разработаны системы разработки календарных планов, контроля их выполнения и корректировки. В качестве примера такой системы календарного планирования можно назвать систему, которая базируется на программном комплексе *ARTEMIS*. Правда, данный комплекс не только планирующий. Это пакет программ более общего назначения, включающий мощную систему управления ба-

зой данных, что позволяет использовать ее в качестве инструмента управления проектом.

Важнейшим направлением планирования является оценка стоимости проекта. Для планирования стоимости проекта применяется четыре типа оценок, которые последовательно уточняют стоимость проекта в зависимости от степени готовности проектных работ:

- 1) оценка жизнеспособности (предварительная оценка на основе статистики по объектам-аналогам);
- 2) факторная оценка, которая разрабатывается практически в самом начале работ по инжинирингу;
- 3) приближенная оценка, определяющаяся на основе сведений об объемах работ при известной стоимости материалов и оборудования;
- 4) окончательная оценка, которая выполняется на основании примерно 40% готовности проектных работ, уточненной стоимости оборудования и материалов.

Все оценки в той или иной мере основываются на статистической информации, которая поступает от разных проектов.

Общие требования, предъявляемые к системе классификации оценок, следующие:

- система должна покрывать все виды ожидаемых оценок;
- различные отделы фирмы должны быть ответственны за ту или иную оценку;
- система должна периодически пересматриваться, чтобы избежать увеличения оценок, излишних, устаревших статистических данных.

При разработке системы оценок необходимо учитывать:

- эффект от внедрения новых технологий;
- различие методов оценки на разных этапах реализации проекта;
- фактор неопределенности для проектов-нововведений;
- точность оценки в сравнении с затратами на информационную поддержку такой оценки на разных этапах реализации проекта;
- необычные состояния проекта (сложное финансирование, нестандартная организация, строгие ограничения на ресурсы, политическая нестабильность и т.д.).

Динамический подход предполагает рассмотрение во времени процессов, связанных с основной деятельностью по выполнению проекта. Этот подход связан с логикой развития работ по проекту и определяет так называемое специальное управление реализацией

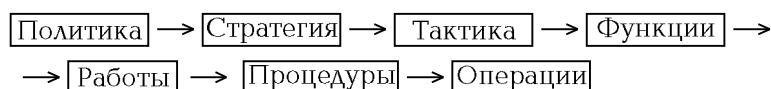
проекта. Укрупненно эти процессы таковы: анализ проблемы, разработка концепций проекта, базовое и детальное проектирование, строительство, монтаж, наладка, пуск, эксплуатация, демонтаж.

Предметный подход определяет объекты проекта, на которые направлено управление. Таких объектов в составе проекта по меньшей мере два:

- 1) производственные объекты;
- 2) объекты (элементы), связанные с деятельностью по обеспечению реализации проекта (финансы, кадры, маркетинг, контракты, риск, материальные ресурсы, качество, информация).

Еще одним аспектом управления проектами является уровень деятельности. Этот аспект связан с допустимостью многократного деления любой системы на подсистемы разных уровней. Выделяют два вида такого разделения:

- 1) организационное (проект в целом, межфирменные образования, организации — участники проекта, отдельные коллективы и т.д.);
- 2) по масштабности деятельности (здесь используется следующая концепция декомпозиции понятия «деятельность» по ее масштабности:



Как указывалось выше, управление проектом — это установление и регулирование связей между элементами проекта, которые должны устанавливаться и регулироваться также и между участниками проекта. Это предусматривает организацию ведения проекта, которая включает организационные формы реализации проекта и структуры управления проектом.

Существует множество организационных форм реализации проектов в зависимости, во-первых, от того, кто выступает в роли менеджера проекта, и, во-вторых, от принятого распределения этапов и конкретных рабочих процедур, связанных с разработкой проекта, по зонам ответственности его участников.

Менеджеры проектов в зависимости от размеров проектов могут действовать не только в интересах заказчиков, но и в интересах других участников проекта: подрядчиков, инженеров, архитекторов, поставщиков. Кроме того, в рамках одного проекта могут действовать в определенной иерархии несколько менеджеров, поэтому каждая фаза проекта может находиться или не находиться в зоне ответственности конкретного менеджера проекта.

В упрощенном виде организационная структура управления проектом представлена на рис 3.2.

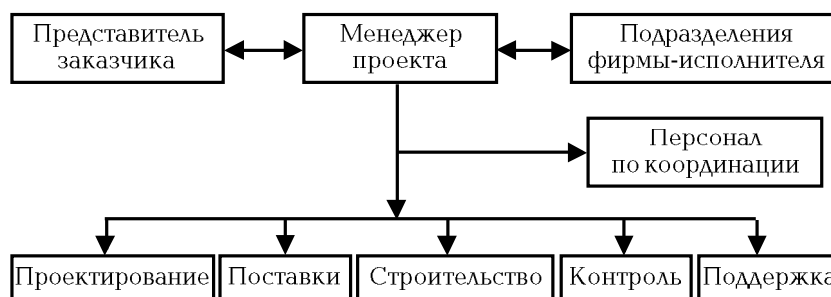


Рис. 3.2. Организационная структура управления проектом

Ряд функций по реализации проектов традиционно принадлежит определенным участникам проекта. К ним относятся такие функции, как строительство, финансовые операции, монтаж, наладка и пуск оборудования и т.д. Однако часть функций может распределяться между организациями-участниками от одного проекта к другому. Это прежде всего проектирование, поставки и управление проектом. Варианты распределения функций между участниками проекта отражаются в формах организации работ по ним.

В литературе по управлению проектами возможные варианты организационных форм управления малыми и средними проектами получили следующие названия: основная система, система расширенного управления, система ускоренного строительства.

В соответствии с концепцией основной системы менеджер проекта выступает в качестве представителя заказчика и не несет финансовой ответственности за принимаемые решения. Полномочия менеджера проекта ограничиваются условиями, предусмотренными в контракте. Специалисты по вопросам управления считают, что концепция основной системы в наибольшей мере отражает сущность управления проектом, так как она не связана с коммерческими интересами и по своему содержанию предельно объективна.

Остальные организационные формы предполагают, что менеджер проекта берет на себя ответственность на завершение проекта в пределах фиксированной цены. Таким образом, значительная доля риска переходит от заказчика к менеджеру проекта.

Считается, что общими достоинствами всех перечисленных форм управления является их нацеленность на конечный результат и концентрация ответственности за инвестиционный цикл в целом в едином органе. Каждый участник такой системы выполняет работу, соответствующую его профилю и специализации, что обеспечивает высокую производительность труда и эффективность строительства.

При реализации крупных проектов сфера ответственности менеджера проекта существенно изменяется. Например, он может выступать в роли директора проекта и контролировать деятельность других менеджеров проекта, назначаемых для управления отдельными его частями.

Организационные структуры управления проектами создавались на основе уже сложившихся действующих структур, использовавшихся в разных областях деятельности и отраслях промышленности развитых стран. Существуют два основных типа организационных структур для групп по управлению проектами:

- 1) рабочая группа проекта;
- 2) матричная структура.

Используется также некоторая комбинация этих двух типов.

В случае организации рабочей группы персонал выделяется для участия в проекте на полный рабочий день. Все работники подчиняются непосредственно менеджеру проекта. Принцип рабочей группы наиболее приемлем, когда масштабы проекта и продолжительность его выполнения таковы, что персонал может заниматься проектом в течение всего рабочего времени, и когда, в идеальном случае, он может размещаться в одном месте. Практика показала, что необходимость организации рабочей группы появляется при числе участников проекта, превышающем 50 человек.

В случае матричной организации менеджер проекта, некоторые ведущие руководители и часть персонала группы назначают для работы в течение всего рабочего дня, а остальной персонал привлекается по мере необходимости. Обычно они работают одновременно с несколькими проектами. Матричная структура представляет собой систему с открытыми связями и двойной ответственностью исполнителей любого уровня. Каждый служащий имеет две линии ответственности:

- 1) за качественное исполнение своих функций в целом;
- 2) за текущее исполнение определенной функции применительно к результатам работы на каждом объекте.

Матричная организационная структура эффективна в случае небольших проектов, где невозможно обеспечить полную загрузку группы в течение всего рабочего дня. Важнейшей функцией управления проектами является систематический контроль хода выполнения работ по его реализации.

Планы контроля — это часть стратегии выполнения проекта. Объектами контроля являются сроки, затраты, качество, вносимые в проект изменения, ревизия проекта. Результаты выполнения функции контроля используются для оценки отклонений фактического хода процессов выполнения проекта по всем планируемым показателям. В свою очередь, данные этого анализа становятся исходными для начала работ по регулированию процесса реализации проекта.

Философия выполнения функций контроля реализации каждого конкретного проекта определяется сформулированными для него целями. Процесс проведения контроля должен планироваться. Планы проведения контроля составляются для того, чтобы помочь менеджеру проекта обеспечить достижение поставленных целей. Контроль хода работ по проекту осуществляется обычно по совокупности небольшого числа самых важных показателей. Обычно системы контроля хода реализации проекта используют критерии, которые определяют изменения в состоянии проекта, т.е. отклонения в развитии проекта. Проверка наличия отклонений в реализации проекта используется для того, чтобы информировать менеджера о том, развивается ли проект в рамках календарного графика (плана) и сметы.

Отклонения могут быть выражены разными способами:

- полное завершение отдельных работ или групп работ;
- частичная реализация работ там, где для оценки состояния дел используется процент их выполнения;
- незавершенность проекта (если она планируется).

Одним из вариантов учета отклонений в ходе реализации проекта является контроль по четырем критериям:

- 1) достижение контрольных точек (этапов) в выполнении календарного плана работ (графика);
- 2) расход финансовых средств;
- 3) затраты ресурсов и эффективность их использования;
- 4) величина полученных доходов.

В этой системе контроля за ходом выполнения проекта рассчитываются такие показатели, как сметная стоимость работ по календарному графику, сметная стоимость выполненных работ,

фактические затраты на выполненные работы. На основе перечисленных показателей определяются и другие показатели:

- отклонение от графика выполнения работ;
- отклонение от сметы затрат;
- индекс выполнения календарного графика;
- индекс интенсивности затрат.

До недавнего времени в качестве традиционных методов оценки и иллюстрации отклонений в ходе реализации проектов широко использовались такие инструменты, как метод оценки и пересмотра планов и метод критического пути, которые рассматривались нами ранее. Существующие графические пакеты программ для календарного планирования дают, например, возможность плановикам и менеджерам проектов выбирать, сортировать и задавать последовательность выполнения всего календарного графика до тех пор, пока не будет обнаружена область, представляющая интерес для критического анализа.

В настоящее время существует большое количество стандартов и методологий управления проектами, которые имеют распространение как на международном, так и на национальном уровне. Перечислим основные стандарты:

- PMBOK Guide (PMI, 1996) — является совместимым с ISO 9001. Кроме того, он имеет международное распространение и поддержку.
- ISO 10006 (Guidelines to Quality in Project Management) (ISO, 1997).
- BS 6079 (British Standards Board, 1996).
- DIN 69 900 series x-50-100 series (German standards DIN 69 900 to 69 903 and 69 905).
- APM BOK (версия. 3.0) (APM Association for Project Managers: Body of Knowledge, пересмотрен в марте 1996 г. (версия 3), High Wycombe, 1996).
- ICB IPMA Competence Baseline (IPMA, 1999).
- Australian National Competency Standards for Project Management (AIPM, 1996).
- Prince 2 (PRojects IN Controlled Environments).
- ANSI/EIA-748—98 — Earned Value Management Systems (EVMS, 1998).
- DSDM (Dynamic Systems Development Method).

Представим краткое описание наиболее распространенных стандартов по управлению проектами.

Некоторые стандарты по управлению проектами

Название стандарта	Краткое описание
A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK Guide) 1996	Свод знаний по управлению проектами (PMBOK 1996) — стандарт, разработанный Project Management Institute (PMI) — версия 1996 г. Является единственным стандартом в области Project Management, который соответствует ISO 9001. В стандарте описаны жизненные циклы проекта и организационные структуры исполняющей организации, определены группы процессов (инициирования, планирования, исполнения, контроля, завершения) и их взаимодействие. Выделены основные и поддерживающие процессы. Определены девять областей знаний (управление интеграцией, замыслом, временем, стоимостью, качеством, человеческими ресурсами, коммуникациями, рисками, контрактами и поставками). Стандарт базируется на процессном подходе. Для каждой области знаний определены входы, выходы и процедуры преобразования входных данных в выходные. Полностью определено взаимодействие между всеми процессами, которые включены в области знаний управления проектами
A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK Guide) 2000	Свод знаний по управлению проектами (PMBOK 2000) — стандарт, разработанный PMI — версия 2000 г. Принят в качестве национального стандарта ANSI (ANSI/PMI 99-001—2000) 27 марта 2001 г.). По содержанию и структуре практически полностью соответствует PMBOK 1996. Кардинально переработана глава по управлению рисками в проекте. Расширены и добавлены разделы, относящиеся к управлению проектами на основе «Менеджмента освоенного объема» (EVM — Earned Value Management). Добавлены новые процедуры (tools and techniques) преобразования входных данных в выходные
Project Management Institute Practice Standard for Work Breakdown Structures (Exposure Draft Version)	Стандарт на «Иерархические последовательности работ» проекта. Предварительная черновая версия 2000 г. Описано практическое применение Work Breakdown Structure (WBS) для проектов из разных предметных областей

Окончание табл.

Название стандарта	Краткое описание
	<p>Описано применение стандарта для улучшения процессов планирования и контроля проекта. Приведены стандартизованные структуры для проектов по нефтехимическим производствам, управлению окружающей средой, улучшению процессов, управлению фармацевтическим производствам, строительной индустрией, индустрией сервиса, разработке Web-сайтов, телекоммуникациям, строительству по государственным контрактам, внедрению программных комплексов.</p> <p>Этот стандарт тесно взаимосвязан со стандартами PMBOK 1996 и PMBOK 2000</p>
Revised Exposure Draft the Risk Management SIG Committee 2000	Управление рисками проекта. Предварительная черновая версия 2000 г. Заново переписанная глава PMBOK 1996, вошедшая в PMBOK 2000
ISO 10006:1997 Quality Management — Guidelines to Quality in Project Management	<p>Менеджмент качества. Руководство качеством при управлении проектами — версия 1997 г. Руководство нацелено на обеспечение заданного уровня качества проекта как для процессов, так и для продуктов.</p> <p>В большой мере по содержанию этот стандарт основан на PMBOK 1996; совпадение вплоть до названий областей знаний об управлении проектами.</p> <p>Первый стандарт ISO серии 9000, в котором применен процессный подход</p>

Источник: Ивасенко А.Г. Управление проектами: учеб. пособие / А.Г. Ивасенко, Я.И. Никонова, А.О. Сизова. Новосибирск: СГТА, 2007. С. 25.

Разные группы профессиональных менеджеров используют неодинаковые методологии управления проектами в соответствии с выбираемой ими базовой концептуальной моделью проектного подхода.

ГЛАВА 4

ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

4.1. Источники и методы финансирования инвестиций

Предметно-ориентированная и направленная деятельность в инвестиционной сфере предполагает необходимость осуществления административно-управленческим персоналом анализа и оптимизации структуры источников формирования инвестиционного потенциала и их целевого использования с учетом финансового положения самого предприятия, состояния экономики, возможностей по реструктуризации источников финансирования и их развитию. Фактически в условиях постоянно изменяющейся рыночной среды административно-командный персонал предприятия, компании призван осуществлять мониторинг качества и эффективности структуры источников финансирования. Система финансирования инвестиционного процесса складывается из органического единства источников финансирования инвестиционной деятельности и методов финансирования. Наличие источников финансирования инвестиций в настоящее время является одной из главных проблем инвестиционной деятельности.

Финансирование любого инвестиционного процесса должно обеспечить, с одной стороны, динамику инвестиций, позволяющую выполнять проект в соответствии с периодом его осуществления и финансовыми ограничениями, с другой — снижение затрат и риска за счет соответствующей структуры использования денежных средств и налоговых льгот.

Началом организации финансирования инвестиций является определение необходимого размера средств для их разработки и реализации. Постоянный дефицит финансовых ресурсов может лимитировать рассмотрение некоторых предложений, например,

в части проектной мощности и других технико-экономических параметров, ограничивая их до минимальных, экономически целесообразных уровней. Вместе с тем, не считая случаев, когда ресурсные ограничения представляют собой главный лимитирующий фактор, правильно определить потребность в инвестициях можно только после расчета объемных показателей проекта, затрат на освоение участка, строительство зданий и сооружений, приобретение техники и технологии, финансовых потребностей в оборотном капитале (для чего необходимо знать объемы реализации, издержки производства, доходы). Нельзя допустить недооценки инвестиций, издержек производства и маркетинга и, наоборот, переоценивать объемы продаж и возможные доходы. Общая сумма финансирования инвестиционных проектов включает обычно затраты на основной капитал (проектно-изыскательские работы, подготовка площадки, строительство и ремонт зданий и сооружений, закупка и монтаж оборудования, обучение персонала и т.д.) и оборотный капитал в расчете на текущий период, обычно равный одному месяцу (приобретение сырья и материалов, покупных полуфабрикатов, топлива и энергии, расходы на производство и реализацию продукции). Поскольку при расчете оборотного капитала исключаются краткосрочные кредиты, вполне логично, что он должен финансироваться за счет акционерного капитала или долгосрочных обязательств. Краткосрочное сезонное увеличение материальных ресурсов, возникающее в течение хозяйственного года, может финансироваться за счет кратко- или среднесрочных кредитов. В случаях, когда разделение оборотного капитала на постоянный и переменный не производилось, чистый оборотный капитал используется в качестве среднего долгосрочного уровня оборотного капитала и должен финансироваться за счет среднего и долгосрочного кредита или акционерного капитала.

Таким образом, можно сделать вывод, что при формировании инвестиционного бюджета предприятие решает следующие задачи:

- 1) задачу инвестиционного проектирования, т.е. технико-экономическую и финансово-экономическую оценку инвестиционных проектов (расчет срока окупаемости, чистого дисконтированного дохода, внутренней нормы рентабельности и т.д.);
- 2) задачу проектного финансирования, т.е. выбор оптимального способа привлечения средств для финансирования инвестиционного проекта.

Смысл проектного финансирования состоит в том, чтобы, оценивая совокупные выгоды и совокупные издержки, выбрать такой источник и способ финансирования инвестиционного проекта,

который был бы максимально эффективен для благосостояния (рыночной стоимости) фирмы в целом.

Разными могут быть и источники финансирования инвестиционных проектов. Это, например:

1) собственные финансовые средства хозяйствующих субъектов — прибыль, амортизационные отчисления, суммы, выплачиваемые страховыми организациями в виде возмещения потерь от стихийных бедствий (аварий и т.п.), другие виды активов (основные фонды, земельные участки и т.п.) и привлеченные средства, например средства от продажи акций, а также выделяемые вышестоящими холдинговыми или акционерными компаниями, промышленно-финансовыми группами на безвозмездной основе благотворительные и иные взносы;

2) бюджетные ассигнования из бюджетов разных уровней (республиканского, местного и т.д.), фонда поддержки предпринимательства, внебюджетных фондов, предоставляемые безвозмездно или на льготной основе;

3) иностранные инвестиции — капитал иностранных юридических и физических лиц, предоставляемый в форме финансового или иного участия в уставном капитале совместных предприятий, а также прямых вложений денежных средств международных организаций, финансовых учреждений различных форм собственности и частных лиц в соответствии с действующим законодательством;

4) заемные средства — кредиты, предоставляемые государственными и коммерческими банками, иностранными инвесторами (например, Всемирным банком, Европейским банком реконструкции и развития, международными фондами, агентствами и крупными страховыми компаниями) на возвратной основе, пенсионными фондами, векселя и др.

Россия обладает большими потенциальными ресурсами для оживления инвестиционной активности, причем на неинфляционной основе. Мобилизовать эти ресурсы можно, восстановив роль амортизации как источника накопления. Следует разумно привлекать денежные сбережения населения для долгосрочного инвестирования и стимулировать использование прибыли предприятия для инвестирования научных и производственных проблем.

Структура возможных для условий Российской Федерации источников финансирования инвестиционных проектов приведена в таблице¹.

¹ Иванов В.А., Дыбов А.М. Экономика инвестиционных проектов : учеб. пособие. Ижевск : Ин-т экономики и управления. УДГУ, 2000.

**Структура организационных форм возможных источников
финансирования инвестиционных проектов**

Организационная форма финансирования	Источники финансирования инвестиционных проектов			
	собствен- ные и при- влеченные средства предприя- тий	бюджет- ные и вне- бюджетные государст- венные средства	иностран- ные инвес- тиции	заемные средства
Акционерное финансирование				
Участие в уставном капитале	+	+	+	—
Корпоративное финансирование	+	+	+	+
Государственное финансирование				
Бюджетные кредиты на возвратной основе	—	+	—	—
Ассигнования из бюджета на безвозмездной основе	—	+	—	—
Целевые федеральные инвестиционные программы	—	+	—	—
Финансирование проектов из государственных займов	—	+	+	+
Проектное финансирование	—	+	+	+
Заемное финансирование				
Лизинг	—	—	+	+
Банковские ссуды и кредиты	—	+	+	+
Иностранные кредиты	—	—	+	+
Инвестиции коллективных инвесторов	—	—	+	+

Примечание: «+» означает использование указанного источника в данной организационной форме, «—» означает неприменимость указанного источника в данной организационной форме.

К основным методам инвестирования относятся: бюджетный, кредитный, метод самофинансирования, а также комбинированный метод. Методы инвестирования реализуются через формы и способы финансирования. Наибольшее распространение получили следующие формы финансирования инвестиций.

Бюджетное финансирование. К бюджетным источникам финансирования обычно относятся средства федерального бюджета, средства бюджетов субъектов Российской Федерации и местных бюджетов. Получателями государственных инвестиций могут быть предприятия, находящиеся в государственной собственности, и юридические лица, участвующие в реализации государственных программ. Финансирование осуществляется в соответствии с уровнем принятия решения. На федеральном уровне финансируются федеральные программы и объекты, находящиеся в федеральной собственности, на региональном — региональные программы и проекты и объекты, находящиеся в собственности конкретных территорий.

Бюджетное финансирование осуществляется с соблюдением ряда принципов¹: получение максимального экономического и социального эффекта при минимуме затрат; целевой характер использования бюджетных ресурсов, предоставление бюджетных средств стройкам и подрядным организациям в меру выполнения плана и с учетом использования ранее выделенных ассигнований. Достижение максимального эффекта при минимуме затрат означает, что бюджетные средства должны предоставляться, только если проект обеспечивает наибольшую результативность. Целевой характер использования бюджетных ресурсов заключается в том, что финансирование конкретных объектов осуществляется после утверждения бюджета на соответствующий год, тем самым обеспечивается контроль за расходованием ресурсов по ранее определенным направлениям.

Самофинансирование базируется на полной окупаемости затрат по производству продукции и расширению производственно-технической базы предприятия и означает, что каждое предприятие покрывает свои текущие и капитальные затраты за счет собственных источников. Каждое предприятие должно стремиться к самофинансированию, тогда не возникает проблемы, где взять источники финансирования, снижается риск банкротства. Кроме

¹ Сергеев И.В., Веретенникова И.И. Организация и финансирование инвестиций: учеб. пособие. М. : Финансы и статистика, 2001. С. 77.

того, самофинансирование означает хорошее финансовое состояние предприятия и наличие определенных конкурентных преимуществ. Основными собственными источниками финансирования инвестиций в любой коммерческой организации являются чистая прибыль и амортизационные отчисления. Применение принципа самофинансирования пока не может быть обеспечено на предприятиях, выпускающих необходимую потребителю продукцию с высокими затратами на ее производство и не обеспечивающих достаточный уровень рентабельности по объективным причинам. К ним относятся предприятия жилищно-коммунального хозяйства, пассажирского транспорта, сельскохозяйственные и другие предприятия, получающие ассигнования из бюджета.

Акционирование представляет собой получение финансовых средств на рынке капиталов через выпуск акций. Акция — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, а также на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после ликвидации. Дивиденды выплачиваются акционерам по итогам деятельности АО за год. Общество обязано выплатить объявленные по акциям каждой категории (типа) дивиденды. Дивиденды выплачиваются деньгами, а в случаях, предусмотренных уставом общества, — иным имуществом. Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества. Дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться за счет специально предназначенных для этого фондов общества. Решение о выплате годовых дивидендов, размере годового дивиденда и форме его выплаты по акциям каждой категории (типа) принимается общим собранием акционеров. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества. Срок выплаты годовых дивидендов определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров о выплате годовых дивидендов. Если уставом общества или решением общего собрания акционеров дата выплаты годовых дивидендов не определена, срок их выплаты не должен превышать 60 дней со дня принятия решения о выплате годовых дивидендов.

Акции не выпускаются государственными органами, они эмитируются промышленными, торговыми и финансовыми корпорациями. Образованный капитал при ликвидации корпорации подлежит возмещению во вторую очередь после выплаты обязательств, представленных в заемном капитале. Акционеры отвечают по обя-

зательствам общества только в размере внесенного вклада в его акции, поэтому при банкротстве корпорации ничто не гарантирует им возврата инвестированных в акции денег.

Акции выпускаются без установленного срока обращения. Они могут эмитироваться как в наличной, так и в безналичной форме. При наличной эмиссии акционеру выдаются бланки акций, которые имеют несколько степеней защиты. При безналичной форме на руки акционеру выдается сертификат акций — документ, удостоверяющий право владения определенным числом акций. Все акции общества — именные.

Уставом общества должны быть определены количество, номинальная стоимость акций, приобретенных акционерами (размещенные акции), и права, предоставляемые этими акциями. Приобретенные и выкупленные обществом акции являются размещенными до их погашения. Уставом общества могут быть определены количество, номинальная стоимость, категории (типы) акций, которые общество вправе размещать дополнительно к размещенным акциям (объявленные акции), и права, предоставляемые этими акциями. При отсутствии в уставе общества этих положений общество не вправе размещать дополнительные акции. Акции бывают нескольких видов.

Обыкновенные акции предоставляют возможность управления акционерным обществом, дают право голоса на собрании акционеров, но размер получаемого по ним дивиденда зависит только от результатов работы фирмы и заранее ничем не гарантируется. Их держатели могут претендовать на доход только после того, как фирмой будут выплачены все налоги, доходы по облигациям и привилегированным акциям, а также внесены суммы резервирования необходимых средств на развитие фирмы. В случае ликвидации общества обыкновенные акции дают право на получение части его имущества. Каждая обыкновенная акция общества предоставляет ее владельцу одинаковый объем прав.

Привилегированные акции не дают владельцу права голоса на собрании акционеров, но по ним гарантируется доход вне зависимости от результатов деятельности фирмы, а также право первоочередной выплаты стоимости акции при ликвидации фирмы после удовлетворения претензий кредиторов. Привилегированные акции общества одного типа предоставляют их владельцам одинаковый объем прав и имеют одинаковую номинальную стоимость.

В уставе общества должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества

(ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям каждого типа. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются также определенными, если уставом общества установлен порядок их определения. Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивиденда наравне с владельцами обыкновенных акций.

Если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определен размер дивиденда, уставом общества должна быть также установлена очередность выплаты дивидендов по каждому из них, а если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определена ликвидационная стоимость, — очередность выплаты ликвидационной стоимости по каждому из них.

Долговое финансирование осуществляется за счет ресурсов, привлекаемых на финансовых рынках, таких как кредиты банков и долговые обязательства юридических и физических лиц. Кредитование — это метод возвратного финансирования предприятия и одновременно традиционная услуга банков. В современных условиях хозяйствования подход к кредитованию существенно изменился. В настоящее время предприятие имеет право на получение кредита и в том банке, где ему открыт расчетный счет, и в любом другом банке, при этом объектом кредитования могут быть любые потребности предприятия. Кредитование предприятия осуществляется на основе кредитного договора, в котором определяются права и обязанности предприятия-ссудозаемщика и банка с учетом характера предоставляемого кредита и финансового состояния предприятия, устанавливается ответственность за нарушение сторон договора. Кредитование осуществляется на основе принципов возвратности, срочности, платности, обеспеченности и целевого характера кредита. Большое значение для заемщика банковского кредита имеет уровень учетного процента, который определяется спросом и предложением на ссудный капитал, величиной процента по депозитам, уровнем инфляции в стране, ожиданиями инвесторов относительно перспектив развития экономики. В зависимости от характера потребностей предприятия в инвестициях различают краткосрочный и долгосрочный кредит.

Краткосрочный кредит является одним из источников формирования оборотных средств предприятия. Он позволяет восполнить потребность в инвестициях, возникающую в процессе текущей деятельности предприятия. На срок более года предприятие может получить кредит на капитальные затраты. В этом случае кредит выступает источником заемных финансовых ресурсов, направляемых на его развитие.

Объектами *долгосрочного банковского кредитования* являются затраты предприятий:

- по строительству, расширению и реконструкции объектов производственного и непроизводственного назначения;
- по приобретению движимого и недвижимого имущества;
- по образованию новых предприятий;
- по созданию научно-технической продукции, интеллектуальных ценностей и других объектов собственности.

Практика российских банков свидетельствует, что их деятельность в области кредитования почти целиком состоит из краткосрочных ссуд, сконцентрированных в сфере торгово-закупочного бизнеса. Долгосрочный кредит не получил широкого распространения в России по многим причинам: общая экономическая нестабильность, инфляция, высокие процентные ставки, превышающие уровень доходности многих предприятий.

Каждая из этих форм имеет свои преимущества и недостатки, поэтому правильно оценить последствия использования различных способов финансирования можно только при сравнении их альтернативных вариантов. Так, важным является выбор соотношения между долгосрочной задолженностью и акционерным капиталом, так как чем выше доля заемных средств, тем большая сумма выплачивается в виде процентов, и т.д.

Кроме уже упомянутых вариантов, выделяют **проектное финансирование**. Его можно охарактеризовать как финансирование проектов, при котором сам проект является способом обслуживания долговых обязательств. Финансирующие субъекты оценивают объект инвестиций с точки зрения того, принесет ли реализуемый проект такой уровень дохода, который обеспечит погашение предоставленной инвестором ссуды, займов или других видов капитала. Проектное финансирование напрямую не зависит от государственных субсидий или финансовых вложений корпоративных источников. В развитых странах этот метод используется уже десятилетия. У нас он начал применяться сравнительно недавно.

Цель прямого финансирования и кредитования инвестиций хозяйствующих субъектов за счет средств федерального бюджета — выполнение федеральных целевых программ, обеспечивающих структурную перестройку народного хозяйства, сохранение и развитие производственного и непроизводственного потенциала России, решение социальных и иных проблем, которые невозможно реализовать за счет иных источников. Финансирование государственных централизованных капитальных вложений (на безвозвратной основе) за счет средств бюджета производится в соответствии с утвержденным в установленном порядке перечнем приоритетных объектов производственного назначения, обеспеченных договорами подряда по строительству. Финансирование открывается Министерством финансов РФ путем перечисления средств в течение одного месяца после утверждения Правительством РФ объемов государственных централизованных капитальных вложений и перечня объектов для федеральных государственных нужд.

Основными критериями для включения инвестиционного проекта в перечни могут быть: для производственной сферы — срок окупаемости проекта (не должен превышать, как правило, двух лет), срок строительства под ключ (до двух лет), коэффициент абсолютной ликвидности (не менее 0,33), расчет инвестиционных ресурсов, необходимых для осуществления проекта, в том числе по источникам финансирования (собственные средства, кредиты, средства потенциальных инвесторов, централизованные государственные средства, иностранные инвестиции); для отраслей нематериальной сферы — социальный эффект, получаемый в результате осуществления проекта.

Средства федерального бюджета, предоставляемые на возвратной основе для финансирования государственных капитальных вложений, выделяются Министерству финансов РФ в пределах кредитов, выдаваемых Центральным банком РФ. Возврат заемщиком средств производится в сроки, предусмотренные договорами. Процентная ставка не может быть выше установленной в договорах между Центральным банком РФ и Министерством финансов РФ.

Предприятия, объединения и хозяйственные организации расходуют выделенные средства строго по целевому назначению. Контроль осуществляет Министерство финансов РФ и его органы на местах. Определение подрядчиков для строительства объектов

за счет централизованных государственных инвестиций осуществляется на договорной основе, а также с использованием механизма подрядных торгов.

В рамках инвестиционного анализа необходимо, с одной стороны, так организовать процесс выбора средств, чтобы минимизировать их цену, с другой — выбирать такие варианты распоряжения средствами, благодаря которым можно было бы максимизировать прибыльность используемого капитала.

4.2. Особые формы финансирования инвестиций

В 50—60-х годах XX в. в развитых странах с рыночной экономикой, в первую очередь в США, стали распространяться такие особые формы финансирования инвестиционных проектов, как лизинг, ипотечное кредитование и венчурное финансирование. Их возникновение обусловлено потребностью в инвестициях в условиях НТП и невозможностью их полного удовлетворения за счет традиционных методов финансирования.

Лизинг появился в начале 50-х годов в США, а с 60-х годов — в странах Западной Европы. В настоящее время лизинг получил достаточно широкое распространение не только в США, но и в других странах. Так, в Японии на условиях лизинга в настоящее время финансируется до 25% общего объема инвестиций. На европейском рынке доля лизинговых операций составляет 15% общего объема инвестиций. Понятие лизинга вошло в российскую официальную финансовую лексику на рубеже 1989—1990 гг., когда в лицензиях коммерческих банков на право осуществления банковских операций был введен лизинг как вид банковской деятельности по предоставлению банковских услуг. Лизинг стал находить отражение и в некоторых нормативных документах, регулирующих банковскую деятельность.

Под *лизингом* обычно понимают инвестирование временно свободных или привлеченных финансовых средств, при котором лизингодатель обязуется приобрести в собственность обусловленное договором имущество у определенного продавца и предоставить это имущество лизингополучателю за плату во временное пользование с правом последующего выкупа.

Лизинговая сделка представляет собой совокупность договоров, необходимых для реализации договора лизинга между лизинго-

дателем, лизингополучателем и продавцом (поставщиком) предмета лизинга.

Предметом лизинга могут быть любые непотребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности. Предметом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральными законами запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения.

Типичная лизинговая сделка выглядит следующим образом.

1. Пользователь (после вступления в лизинговые отношения — лизингополучатель) сообщает лизинговой компании, какое оборудование ему необходимо.

2. Лизинговая компания, убедившись в ликвидности проекта, покупает это оборудование у фирмы-изготовителя или другого юридического или физического лица, продающего имущество, являющееся объектом лизинга.

3. Лизинговая компания (лизингодатель), став собственником оборудования, передает его во временное пользование с правом дальнейшего выкупа (определяется договором) лизингополучателю, получая взамен лизинговые платежи.

В лизинговой сделке обычно участвуют несколько субъектов.

Лизингодатель — физическое или юридическое лицо, которое за счет привлеченных или собственных денежных средств приобретает в ходе реализации лизинговой сделки в собственность имущество и предоставляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование с переходом или без перехода к лизингополучателю права собственности на предмет лизинга.

Лизингополучатель — физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором лизинга обязано принять предмет лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и пользование в соответствии с договором лизинга.

Продавец имущества (поставщик) — физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором купли-продажи с лизингодателем продает лизингодателю в обусловленный срок

производимое (закупаемое) им имущество, являющееся предметом лизинга.

Банк (или другое кредитное учреждение), предоставляющее средства на приобретение предмета договора.

На рынке лизинговых услуг можно выделить и *специальные субъекты*, такие, как:

а) страховые компании, осуществляющие страхование всевозможных рисков, возникающих при лизинговой сделке: страхование имущества лизингодателя, кредитов, предоставляемых лизингодателю кредитным учреждением, от возможных рисков неплатежей и др.;

б) Российская ассоциация лизинговых компаний (Рослизинг) — некоммерческое объединение лизинговых компаний, банков и иных предприятий, занимающихся лизингом, осуществляющая:

- координацию деятельности организаций, входящих в нее, и объединение их средств для осуществления совместных взаимовыгодных проектов,
- разработку совместно с органами государственного управления стратегических направлений и программы развития лизинга в России,
- подготовку проектов законодательных актов,
- участие в работе международных ассоциативных общественных организаций.

Любой из субъектов лизинга может быть резидентом Российской Федерации, нерезидентом Российской Федерации, а также субъектом предпринимательской деятельности с участием иностранного инвестора, осуществляющим свою деятельность в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Изучение лизинга в развитых странах позволяет выделить *основные группы оборудования, сдаваемого в лизинг*:

- транспортное оборудование (транспортные самолеты, автомобили, морские суда, железнодорожные вагоны и т.п.);
- оборудование связи (радиостанции, спутники, почтовое оборудование и т.п.);
- сельскохозяйственное оборудование;
- строительное оборудование (краны, бетономешалки и т.п.);
- другое оборудование.

Согласно российскому законодательству существуют *две основные формы лизинга*: внутренний и международный. При осуществлении внутреннего лизинга лизингодатель, лизингополучатель

и продавец (поставщик) являются резидентами Российской Федерации. Внутренний лизинг регулируется законодательством Российской Федерации. При осуществлении международного лизинга лизингодатель или лизингополучатель является нерезидентом Российской Федерации. Если лизингодателем является резидент Российской Федерации, т.е. предмет лизинга находится в собственности резидента Российской Федерации, договор международного лизинга регулируется законодательством Российской Федерации. Если лизингодатель является нерезидентом Российской Федерации, т.е. предмет лизинга находится в собственности нерезидента Российской Федерации, то договор международного лизинга регулируется федеральными законами в области внешнеэкономической деятельности.

В хозяйственной практике развитых стран применяются различные *виды лизинга*, каждый из которых характеризуется своими специфическими особенностями. Наиболее распространенными являются:

- оперативный (сервисный) лизинг;
- финансовый (капитальный) лизинг;
- возвратный лизинг;
- долевого лизинга (с участием третьей стороны);
- прямой лизинг;
- сублизинг.

Все виды подобных соглашений являются разновидностями двух базовых форм лизинга: оперативного (сервисного) и финансового (капитального).

Оперативный (сервисный) лизинг — это соглашение о текущей аренде. Как правило, срок такого соглашения меньше периода полной амортизации арендуемого актива. Таким образом, предусмотренная контрактом арендная плата не покрывает полной стоимости актива, что вызывает необходимость сдавать его в лизинг несколько раз. Важнейшая отличительная черта оперативного лизинга — право лизингополучателя (арендатора) на досрочное прекращение контракта. Подобные соглашения также могут предусматривать оказание различных услуг по установке и текущему техническому обслуживанию сдаваемого в аренду оборудования. Отсюда и второе, часто употребляемое, название этой формы лизинга — сервисный. Стоимость оказываемых услуг включается в арендную плату либо оплачивается отдельно.

К основным объектам оперативного лизинга относятся быстро устаревающие виды оборудования (компьютеры, копировальная

и множительная техника, различные виды оргтехники и т.д.) и технически сложные, требующие постоянного сервисного обслуживания (грузовые и легковые автомобили, воздушные суда, железнодорожный и морской транспорт).

Условия оперативного лизинга более выгодны для арендатора. В частности, возможность досрочного прекращения аренды позволяет своевременно избавиться от морально устаревшего оборудования и заменить более высокотехнологичным и конкурентоспособным. Кроме того, при возникновении неблагоприятных обстоятельств арендатор может быстро прекратить данный вид деятельности, досрочно возвратив соответствующее оборудование владельцу, и существенно сократить затраты, связанные с ликвидацией или реорганизацией производства.

В случае реализации разовых проектов или заказов оперативный лизинг освобождает от необходимости приобретения и последующего содержания оборудования, которое в дальнейшем не понадобится.

Использование различных сервисных услуг, оказываемых лизингодателем либо производителем оборудования, часто позволяет сократить расходы на текущее техническое обслуживание и содержание соответствующего персонала.

Недостатки оперативного лизинга — более высокая, чем при других формах лизинга, арендная плата; требования о внесении авансов и предоплат, наличие в контрактах пунктов о выплате неустоек в случае досрочного прекращения аренды, прочие условия, призванные снизить и частично компенсировать риск владельцев имущества.

Финансовый (капитальный) лизинг — долгосрочное соглашение, предусматривающее полную амортизацию арендуемого оборудования за счет платы, вносимой арендатором. Поскольку подобные соглашения не допускают возможности досрочного прекращения аренды, правильное определение величины периодической платы обеспечивает владельцу полное возмещение понесенных затрат на приобретение и содержание оборудования, а также требуемую норму доходности. При этой форме лизинга все расходы по установке и текущему обслуживанию имущества возлагаются, как правило, на арендатора. Часто подобные соглашения предусматривают право арендатора на выкуп имущества по истечении срока контракта по льготной или остаточной стоимости (такая стоимость может быть чисто символической, например 1 доллар).

В отличие от оперативного финансовый лизинг существенно снижает риск владельца имущества. По сути, его условия во многом идентичны договорам, заключаемым при получении долгосрочных банковских кредитов, так как предусматривают: полное погашение стоимости оборудования (займа); внесение периодической платы, включающей стоимость оборудования и доход владельца (выплата по займу — основная и процентная части); право объявить арендатора банкротом в случае его неспособности выполнить соглашение и т.д.

К объектам финансового лизинга относится недвижимость (земля, здания и сооружения), а также долгосрочные средства производства.

Финансовый лизинг служит базой для образования двух других форм долгосрочной аренды — возвратного и долевого лизинга (с участием третьей стороны).

Возвратный лизинг представляет собой систему из двух соглашений, при которой владелец продает оборудование в собственность другой стороне с одновременным заключением договора о его долгосрочной аренде у покупателя. В качестве покупателя здесь обычно выступают коммерческие банки, инвестиционные, страховые или лизинговые компании. В результате проведения такой операции меняется лишь собственник оборудования, а его пользователь остается прежним, получив в свое распоряжение дополнительные средства финансирования. Инвестор же, по сути, кредитует бывшего владельца, получая в качестве обеспечения права собственности на его имущество. Подобные операции часто проводятся в условиях делового спада в целях стабилизации финансового положения предприятий.

Долевой лизинг — предусматривает участие в сделке третьей стороны — инвестора, в качестве которого обычно выступают банк, страховая или инвестиционная компания. В этом случае лизинговая компания, предварительно заключив контракт на долгосрочную аренду какого-то оборудования, приобретает его в собственность, оплатив часть стоимости за счет заемных средств. В качестве обеспечения полученного займа используются приобретенное имущество (как правило, на него оформляется закладная) и будущие арендные платежи, соответствующая часть которых может выплачиваться арендатором непосредственно инвестору. При этом лизинговая компания пользуется преимуществами налогового щита, возникающего в процессе амортизации оборудования и погашения долговых обязательств. Основные объекты этой формы

лизинга — дорогостоящие активы, такие, как месторождения полезных ископаемых, оборудование для добывающих отраслей и т.д.

При прямом лизинге арендатор заключает с лизинговой компанией соглашение о покупке требуемого оборудования и последующей сдаче ему в аренду. Часто соглашение об аренде заключается непосредственно с фирмой-производителем.

Крупнейшими производителями, предоставляющими свою продукцию на условиях лизинга, являются такие известные фирмы, как IBM, Херох, GATX, а также многие авиационные, судостроительные и автомобильные компании. Например, лидеры мирового автомобильного рынка концерны «Даймлер-Крайслер» и BMW состоят учредителями ряда ведущих лизинговых компаний, через которые осуществляют сбыт своей продукции во многих странах мира.

Сублизинг — особый вид отношений, возникающих в связи с переуступкой прав пользования предметом лизинга третьему лицу, что оформляется 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. Согласно российскому законодательству переуступка лизингополучателем третьему лицу своих обязательств по выплате лизинговых платежей третьему лицу не допускается. При передаче предмета лизинга в сублизинг обязательным должно являться согласие лизингодателя в письменной форме.

Международный сублизинг, являющийся разновидностью международного лизинга, также регулируется этим Федеральным законом. Отличительной особенностью международного сублизинга является перемещение предмета лизинга через таможенную границу Российской Федерации только на срок действия договора сублизинга.

При сублизинге основной арендодатель получает преимущественное право на получение арендных платежей. В договоре обычно обуславливается, что в случае банкротства третьего лица арендная плата поступает основному арендодателю.

Лизинг интересен всем субъектам лизинговых отношений: потребителю оборудования, инвестору, представителем которого в данном случае является лизинговая компания, государству, которое может использовать лизинг для направления инвестиций в приоритетные отрасли экономики, и, наконец, банку, который в результате лизинга может рассчитывать на долгосрочную прибыль.

Можно выделить *преимущества лизинга* для его отдельных участников, наиболее актуальные с учетом особенностей экономической ситуации, сложившейся в России.

Для *государства* при сложившейся экономической ситуации и острой необходимости в оживлении инвестиционной активности проблема развития лизинга приобретает особую актуальность, поскольку этот финансовый инструмент способствует мобилизации финансовых средств для инвестиционной деятельности, обеспечивает гарантированное использование инвестиционных ресурсов на цели переоснащения производства. Государство, поощряя лизинговую деятельность и используя для этого, например, налоговые льготы, может существенно уменьшить бюджетные ассигнования на финансирование инвестиций, эффективно управлять процессом совершенствования их отраслевой структуры, содействовать развитию товарного производства и сферы услуг, повышению экспортного потенциала, сокращению оттока частного российского капитала на Запад, созданию дополнительных рабочих мест, особенно в сфере малого предпринимательства, решению других насущных социально-экономических задач.

Для *лизингополучателя* возможно наличие рентабельного проекта, позволяющего получить оборудование и начать то или иное производство без крупных единовременных затрат. Это особенно актуально для начинающих мелких и средних предпринимателей. При осуществлении оперативного лизинга предмет лизинга учитывается на балансе лизингодателя. Согласно Федеральному закону от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» ко всем видам движимого имущества, составляющего объект лизинга и относимого к активной части основных фондов, разрешено применять механизм ускоренной амортизации с коэффициентом не выше 3. У лизингополучателя упрощается бухгалтерский учет, так как по основным средствам, начислению амортизации, выплате части налогов и управлению долгом учет осуществляет лизинговая компания. В договоре лизинга можно предусмотреть использование более удобных, гибких схем погашения задолженности. Иногда сам банк становится лизингополучателем. Это весьма выгодно для банка, так как при этом облегчается баланс банка, что в свою очередь положительно отражается на экономических показателях, характеризующих банковскую деятельность. Например, при лизинге стоимость незавершенного производства постепенно включается в себестоимость и не будет пагубно влиять на

категорию «капитал» и, следовательно, на расчеты обязательных экономических нормативов деятельности кредитных организаций.

Лизингодателю лизинг обеспечивает необходимую прибыль на вложенный капитал при более низком риске (по сравнению с обычным кредитованием) за счет действенной защиты от неплатежеспособности клиента. До завершающего платежа лизингодатель остается юридическим собственником оборудования, так что в случае срыва расчетов может востребовать это оборудование и реализовать его для погашения убытков. В случае банкротства лизингополучателя оборудование также в обязательном порядке возвращается лизинговой компании. Лизингодателем передаются лизингополучателю не денежные ресурсы, контроль над использованием которых не всегда возможен, а непосредственно средства производства. Освобождение от уплаты налога на прибыль, которая получена от реализации договоров финансового лизинга со сроком действия не менее трех лет. Лизингодатель частично освобождается от уплаты таможенных пошлин и налогов в отношении временно ввозимой на территорию Российской Федерации продукции, являющейся объектом международного лизинга.

Для продавцов лизингового имущества расширяется рынок сбыта производимого ими оборудования, увеличивается доход от реализации запчастей к лизинговому оборудованию, осуществление его сервиса и модернизации.

Анализ полувековой истории развития мирового лизингового рынка позволяет говорить о четырех основных вариантах организации лизинга:

- 1) лизинговые службы, созданные в структуре банков;
- 2) универсальные лизинговые компании, создаваемые банками;
- 3) специализированные лизинговые компании, создаваемые крупными производителями машин и оборудования, лизингующими часть своей продукции;
- 4) лизинговые компании, создаваемые крупными фирмами, специализирующимися на поставке и обслуживании техники.

В российских условиях выделяются еще два варианта организации лизинга:

- 1) лизинговые компании, создаваемые министерствами и ведомствами для решения узких внутриведомственных задач. В этом случае ресурсы лизинговых компаний получают из государственного или местного бюджета;
- 2) лизинговые компании, созданные иностранными инвесторами.

Лизинг становится гибким и многообещающим экономическим рычагом, способным привлечь инвестиции, способствовать подъему отечественного производства, привлечь капитал в жизненно важные отрасли экономики страны, обеспечить реальную поддержку малому бизнесу, обеспечить долгосрочный и надежный доход для коммерческих банков и т.п.

Ипотечное кредитование. Ипотека представляет собой более надежную форму гарантии (в отличие от индивидуальной — поручительства) погашения ссуды под недвижимое имущество, владельцем которого не лишен права распоряжения им; ипотека дает кредитору право в случае неуплаты долга в срок исполнения обязательства взыскать и продать собственность заемщика. Ипотека с экономической точки зрения представляет собой рыночный инструмент оборота имущественных прав на объекты недвижимости в случаях, когда другие формы отчуждения (купля-продажа, обмен) юридически или коммерчески нецелесообразны, позволяющий привлечь дополнительные финансовые средства для реализации различных проектов. Ипотека — это высоконадежная форма гарантии погашения ссуды, так как кредитор в случае неуплаты долга в установленный срок вправе обратиться взыскание на заложенное имущество¹.

Ипотекой называется залог недвижимого имущества, главным образом земли и строений, с целью получения денежной ссуды. Из земельных участков заложить можно дачные, садовые и приусадебные участки, а также участки под вашими зданиями или строениями, если они находятся в собственности владельца здания либо принадлежат ему на правах хозяйственного ведения. Воспользоваться ипотекой может и физическое, и юридическое лицо. Кредит выделяется в основном для приобретения жилья или жилищного строительства, и, естественно, вернуть его, как и любой другой кредит, придется с процентами. При этом закладываемое имущество не переходит в собственность кредитора, а остается у должника (залогодателя). Другими словами, если гражданин заложил свою квартиру для того, чтобы построить загородный коттедж, ему не придется из нее выселяться.

От условий договора зависит право распоряжения уже заложенным банку имуществом. Можно, заложив квартиру, сдавать ее в аренду (как и любое другое имущество) и даже продать другому

¹ Ипотека для всех / под ред. проф. Ю.Ф. Симионова. Ростов н/Д : Феникс, 2004. (50 способов).

лицу, предварительно известив об этом банк и покупателя заложенного имущества. Что касается процентов за кредит, то в общем случае они остаются неизменными во время действия договора. Однако, если они привязаны, допустим, к ставке рефинансирования Центрального банка РФ, то могут изменяться в связи с ее колебаниями. В договоре можно оговорить возможность изменения процентов в зависимости от исполнения должником своих обязательств, например, снижение процентов, если долг выплачивается аккуратно.

Выданный кредит не может составлять более 90% стоимости приобретаемого жилья. Сумму ипотечного кредита можно получить только в валюте Российской Федерации, так как по распоряжению Центрального банка РФ все расчеты на территории России производятся только в рублях. Но в соответствии с Гражданским кодексом РФ в договоре займа стоимость закладываемого имущества может быть определена в долларах.

Ипотечные отношения регулируются Федеральным законом от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)». Данный Закон рассчитан в основном на тот слой населения, который уже имеет квартиры, но желает улучшить свои жилищные условия.

В отечественном праве залог является одним из основных способов обеспечения обязательств и представляет собой договор между должником (залогодателем) и кредитором (залогодержателем), в силу которого переданное в залог определенное имущество выступает обеспечением долга: за счет его кредитор может удовлетворить свои требования в случае неисполнения обязательств. Традиционно в отечественном праве институт залога регулировался в гражданских кодексах. При формировании законодательных основ Российской Федерации установившийся порядок не был нарушен. К настоящему времени сложилась следующая *иерархия источников залогового права*.

1. Гражданский кодекс РФ. Глава 23 посвящена способам обеспечения исполнения обязательств. В параграфе 3 этой главы содержатся специальные нормы о залоге. Помимо этого, к залоговым отношениям применяются и другие нормы ГК РФ, в частности, о порядке заключения договоров, об условиях действительности сделок и др. Количество норм, посвященных залому, как в первой, так и во второй части ГК РФ, достаточно велико. Таким образом, ГК РФ является с точки зрения его юридической силы и наиболее подробным источником регулирования залоговых отношений. Од-

нако нормы о залоге в части первой ГК РФ охватывают далеко не все вопросы, связанные с залоговыми отношениями.

2. Закон РФ от 29 мая 1992 г. № 2872-I «О залоге». С момента вступления в силу данный Закон является основным источником российского залогового права. Это обстоятельство специально было подчеркнуто в ст. 2 Закона: «Настоящим Законом определяются основные положения о залоге. Отношения залога, не урегулированные настоящим Законом, регулируются иными актами законодательства Российской Федерации». Однако необходимо отметить, что с момента введения в действие части первой ГК РФ именно Кодекс стал основным источником залогового права. При этом надо иметь в виду, что регулирование залога в ГК РФ во многом существенно отличается от его регулирования в указанном Законе. Следовательно, Закон РФ «О залоге» применяется постольку, поскольку он не противоречит части первой ГК РФ.

3. Федеральный закон от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».

Нормы, регулирующие ипотеку, содержатся не только в Законе об ипотеке, но и в ГК РФ. Согласно п. 2 ст. 334 ГК РФ общие правила Кодекса о залоге применяются к ипотеке лишь в случаях, когда самим ГК РФ или Законом об ипотеке не установлены иные правила. Таким образом, несмотря на то что ГК РФ содержит ряд специальных норм об ипотеке (п. 2—3 ст. 339, п. 2—5 ст. 340, п. 1 ст. 349 и др.), основной массив норм, регулирующих ипотеку, содержится в Законе об ипотеке.

4. К источникам залогового права относят также другие федеральные законы, в которых в той или иной мере рассматриваются вопросы залоговых отношений.

5. В совокупность источников залогового права входят не только собственно законодательные акты, но и указы Президента РФ, постановления Правительства РФ, законодательные акты субъектов Российской Федерации, нормативно-правовые акты исполнительных органов различного уровня, включая местные органы управления.

При реализации ипотечных отношений на практике очень важно правильно понимать термин «*предмет ипотеки*» для определения конкретных прав и обязанностей сторон по договору об ипотеке. По договору об ипотеке может быть заложено недвижимое имущество, указанное в п. 1 ст. 130 ГК РФ, права на которое зарегистрированы в порядке, установленном для государственной регистрации прав на недвижимое имущество. Состав такого рода иму-

щества и выдвигаемые ограничения закреплены Законом об ипотеке.

Ипотека может быть установлена *для обеспечения обязательств*:

- обязательства по кредитному договору;
- обязательства по договору займа;
- иного обязательства, в том числе обязательства, основанного на купле-продаже, аренде, подряде, другом договоре, причинении вреда, если иное не предусмотрено федеральным законом.

Обязательства, обеспечиваемые ипотекой, подлежат бухгалтерскому учету кредитором и должником, если они являются юридическими лицами, в порядке, установленном законодательством Российской Федерации о бухгалтерском учете.

Обязательства по кредитному договору. В соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации банк или иная кредитная организация (кредитор) обязуются предоставить денежные средства (кредит) заемщику в размере и на условиях, предусмотренных договором, а заемщик обязуется возвратить полученную денежную сумму и уплатить проценты за нее (ст. 819 ГК РФ). К отношениям по кредитному договору применяются правила, предусмотренные п. 1 гл. 42 ГК РФ о договоре займа при условии, что иное не предусмотрено специальными нормами о кредите (п. 2 гл. 42 ГК РФ) и не вытекает из существа кредитного договора. Согласно ст. 820 ГК РФ кредитный договор может быть заключен в письменной форме. Несоблюдение письменной формы влечет недействительность кредитного договора. Такой договор считается ничтожным.

Кредитор вправе отказаться от предоставления заемщику предусмотренного кредитным договором кредита полностью или частично при наличии обстоятельств, свидетельствующих о том, что предоставленная заемщику сумма не будет возвращена в срок. Заемщик вправе отказаться от получения кредита полностью или частично, уведомив об этом кредитора до установленного договором срока его предоставления, если иное не предусмотрено законом, иными правовыми актами или кредитным договором. В случае нарушения заемщиком предусмотренной кредитным договором обязанности целевого использования кредита, предусмотренной ст. 814 ГК РФ, кредитор вправе также отказаться от дальнейшего кредитования заемщика по договору.

Обязательства по договору займа одна сторона (заимодавец) передает в собственность другой стороне (заемщику) деньги или

другие вещи, определенные родовыми признаками, а заемщик обязуется возвратить займодавцу такую же сумму денег (сумму займа) или равное количество других полученных им вещей того же рода и качества (ст. 807 ГК РФ). Договор займа считается заключенным с момента передачи денег или других вещей. Иностранная валюта и валютные ценности могут быть предметом договора займа на территории Российской Федерации с соблюдением правил ст. 140, 141 и 317 ГК РФ.

Согласно ст. 808 ГК РФ договор займа между гражданами должен быть заключен в письменной форме, если его сумма превышает не менее чем в 10 раз установленный законом минимальный размер оплаты труда, а в случае, когда займодавцем является юридическое лицо, — независимо от суммы. В подтверждение договора займа и его условий может быть представлена расписка заемщика или иной документ, удостоверяющий передачу ему займодавцем определенной денежной суммы или определенного количества вещей.

В соответствии со ст. 337 ГК РФ залогом должны обеспечиваться все требования кредитора-залогодержателя, возникшие к моменту их предъявления. Требования, обеспечиваемые ипотекой:

- уплата залогодержателю основной суммы долга по кредитному договору или иному обеспечиваемому ипотекой обязательству полностью либо в части, предусмотренной договором об ипотеке;
- уплата кредитору (займодавцу) причитающихся ему процентов за пользование кредитом (заемными средствами), если ипотека установлена в обеспечение исполнения кредитного договора или договора займа с условием выплаты процентов;
- уплата (если договором не предусмотрено иное) залогодержателю сумм, причитающихся ему:
 - в возмещение убытков и (или) в качестве неустойки (штрафа, пени) вследствие неисполнения, просрочки исполнения или иного ненадлежащего исполнения обеспеченного ипотекой обязательства,
 - в виде процентов за неправомерное пользование чужими денежными средствами, предусмотренных обеспеченным ипотекой обязательством либо федеральным законом,
 - в возмещение судебных издержек и иных расходов, вызванных обращением взыскания недвижимости на заложенное имущество,
 - в возмещение расходов по реализации заложенного имущества.

Если договором не предусмотрено иное, ипотека обеспечивает требования залогодержателя в объеме, который они имеют к моменту их удовлетворения за счет заложенного имущества.

Согласно ст. 809 ГК РФ, если иное не предусмотрено законом или договором займа, заимодавец имеет право на получение с заемщика процентов на сумму займа в размерах и в порядке, определенных договором. При отсутствии в договоре условия о размере процентов их размер определяется существующей по месту жительства заимодавца, а если заимодавцем является юридическое лицо — по месту его нахождения ставкой банковского процента (ставкой рефинансирования) на день уплаты заемщиком суммы долга или его соответствующей части. При отсутствии иного соглашения проценты выплачиваются ежемесячно до дня возврата суммы займа.

Неустойкой (штрафом, пеней) признается определенная законом или договором денежная сумма, которую должник обязан уплатить кредитору в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательства, в частности, в случае просрочки исполнения. По требованию об уплате неустойки кредитор не обязан доказывать причинение ему убытков. Кредитор не вправе требовать уплаты неустойки, если должник не несет ответственности за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательства (ст. 330 ГК РФ).

Ипотечный жилищный кредит предоставляется заемщику при соблюдении таких основополагающих принципов, как:

- целевое использования кредита;
- обеспеченность ипотекой (залогом недвижимости) обязательств по взятому кредиту;
- платность за предоставление денежных средств на покупку жилья (проценты за кредит, оплата накладных расходов и т.п.);
- возвратность суммы кредита.

В процессе оформления ипотечного кредита и его обслуживания выполняются следующие действия участников ипотечного рынка¹.

Отношения «потенциальный заемщик — банк-кредитор». Потенциальный заемщик обращается к кредитору за получением ипотечного жилищного кредита на приобретение квартиры, которая подобрана им самим на первичном и вторичном рынках жилья или может быть ему предложена к покупке в рамках реализации той

¹ Ивасенко А.Г. Ипотека: Международный опыт и российская практика. Новосибирск : Изд-во НГТУ, 2001.

или иной программы (проекта). При обращении в банк кредитный работник предлагает претенденту в заемщики заполнить анкету и написать заявление.

В выполнении операций по кредитованию физических лиц в банке принимает участие значительное количество подразделений: юридическая служба, служба безопасности, отдел бухгалтерского учета, при необходимости — валютный отдел, отдел ценных бумаг, отдел жилищного строительства или залоговых операций. Также для участия в выполнении операций по кредитованию при необходимости привлекаются, как правило, дочерние организации соответствующего кредитного учреждения, имеющие лицензию на риэлтерскую деятельность (совершение операций с недвижимостью). Этот перечень свидетельствует о сложности и ответственности процедуры андеррайтинга, поэтому банк изначально стремится получить как можно более полную первичную информацию о будущем заемщике, а также о поручителе. В качестве дополнительного обеспечения банк принимает: поручительства граждан Российской Федерации, имеющих постоянный источник дохода, поручительства платежеспособных предприятий и организаций — преимущественно клиентов данного банка.

Сведения, содержащиеся в анкете заемщика (поручителя), служат базовой информацией для проведения объективной оценки платежеспособности названных субъектов и поэтому в определенной мере отражают технологию проведения такого рода исследования, которая предполагает большую степень детализации многих вопросов, даже носящих частный характер. Заемщик (поручитель) должен быть готов предоставить исчерпывающую и правдивую информацию. Такая информация включает сведения:

- о заемщике (год рождения, адрес постоянной прописки, адрес фактического проживания, место работы, адрес места работы, стаж работы на данном месте, должность, семейное положение, число иждивенцев и т.д.);
- о доходах заемщика (среднемесячный доход за последние полгода — по основному месту работы, по совместительству, пенсия, проценты, дивиденды, другие доходы);
- об имеющихся обязательных платежах и долговых обязательствах заемщика (поручителя) (средняя за последние полгода сумма подоходного налога, страховые взносы в пенсионные фонды, налоги на имущество, алименты, удержания по исполнительным листам, погашение задолженности и уплата процентов по другим кредитам);

- об объеме недвижимости, для приобретения, строительства, реконструкции которого испрашивается кредит (объект недвижимости, место его нахождения, наличие права собственности на земельный участок, на котором будет вестись (ведется) строительство или реконструкция; документ, подтверждающий это право), предполагаемая цена приобретаемого объекта или сметная стоимость строительства, потребность в заемных средствах, размер произведенных собственных вложений в строительство (реконструкцию);
- об имуществе заемщика (поручителя) (ликвидные средства (средства на банковских счетах), ценные бумаги, недвижимость, транспортные средства, другое имущество).

Если по результатам андеррайтинга будет установлено, что заявитель платежеспособен и соответствует критериям и стандартам, предъявляемым банком к заемщикам для получения ипотечного кредита, банк выражает согласие на предоставление кредита. В подтверждение своих намерений по покупке жилья, а также своей платежеспособности заемщик обязан внести в банк на депонент авансовый платеж в обусловленном сторонами размере, который затем будет приплюсован к сумме кредита при оплате продавцу жилья стоимости купленной квартиры.

Банк может выдавать заемщику ипотечный сертификат, если его наличие предусмотрено в соответствующей схеме кредитования. Данный документ является подтверждением обязательств банка о том, что заемщику может быть предоставлен целевой ипотечный кредит на указанную в сертификате сумму.

Отношения «покупатель жилья (потенциальный инвестор) — продавец жилья — оценщик». Потенциальный заемщик обращается непосредственно к продавцу интересующего его жилья или через посредника (риэлтера) и выбирает подходящий объект недвижимости для последующей покупки.

Оценочная стоимость объекта недвижимости может устанавливаться на основании:

- экспертного заключения специалиста банка-кредитора по вопросам недвижимости или дочернего предприятия банка, имеющего лицензию на оценочную деятельность;
- отчета по оценке объекта недвижимости (предмета ипотеки), выполненного независимой профессиональной организацией, осуществляющей оценочную деятельность.

Продавец подписывает с покупателем (потенциальным заемщиком) соглашение о резервировании данной квартиры на обус-

ловленный сторонами срок, оформляемое в виде предварительного договора купли-продажи жилья.

Отношения «потенциальный заемщик (покупатель жилья) — банк-кредитор». Потенциальный заемщик обращается в банк и предъявляет предварительный договор купли-продажи жилья, а также другие документы, предоставление которых предусмотрено регламентом банка в случае получения ипотечного кредита. После этого банк рассматривает заявление на получение кредита и самостоятельно принимает решение о выдаче кредита (с оформлением всех необходимых кредитных документов: кредитного договора, графика погашения кредита, срочного обязательства, договора об ипотеке, договора поручительства и т.д.).

Отношения «покупатель жилья (заемщик) — банк — продавец жилья — нотариус — регистратор». Потенциальный заемщик оформляет покупку квартиры, заключая с продавцом жилья договор купли-продажи. Так как приобретение квартиры происходит в том числе и на заемные средства, то на данной стадии потенциальный заемщик становится полноправным заемщиком, поскольку далее банк и заемщик у нотариуса удостоверяют договор об ипотеке. Затем в учреждении юстиции по государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним регистрируются: переход прав собственности на квартиру (покупатель становится ее полноправным владельцем и вселяется в нее) и ипотека (залог) жилья, выступающего в качестве обеспечения возврата кредита.

Отношения «банк — продавец жилья». Банк выплачивает продавцу квартиры ее стоимость по договору купли-продажи (авансовый платеж + сумма кредита).

Отношения «заемщик — страховщик — банк». При заключении договора страхования заемщик (страхователь) назначает банк выгодоприобретателем с вытекающими из этого статуса правами и обязанностями.

Отношения «банк-кредитор — фонд». В случае, если кредит был выдан банком-кредитором, квалифицированным эмиссионно-финансовым фондом с соблюдением всех необходимых стандартов, данный банк-кредитор, руководствуясь договорными обязательствами с фондом, продает (происходит уступка права требования) ему этот обеспеченный залогом жилого помещения кредит. Банк-кредитор может не продавать кредит фонду и продолжать его обслуживание, получая ежемесячные взносы от заемщика. Фонд занимает место кредитора в договоре и вносится в Еди-

ный государственный реестр прав на недвижимое имущество в качестве нового залогодержателя по договору об ипотеке. Функции такого института должны выполняться Агентством по ипотечному жилищному кредитованию Российской Федерации.

Отношения «фонд — банк-кредитор». Фонд формирует пакеты (пулы) однотипных ипотечных кредитов, диверсифицируя кредитный риск каждого такого пакета посредством включения в него достаточно большого числа кредитов (обеспеченных залогом) различных заемщиков, выданных различными кредиторами по установленным стандартам (правилам). Фонд выпускает ценные бумаги (облигации), которые размещаются на внутреннем и внешних финансовых рынках. Органы исполнительной власти субъектов Российской Федерации, участвующие в программе, также предоставляют поручительства в обеспечение обязательств фонда по ценным бумагам. Вырученные от продажи ценных бумаг средства фонд направляет на рефинансирование первичных кредиторов и осуществление дальнейшего ипотечного кредитования.

Полученные от фонда деньги банк-кредитор использует на выдачу ипотечного кредита следующему заемщику. Банк-кредитор, продавший фонду кредит, продолжает его обслуживание (за согласованную плату) — в установленные сроки взимает с заемщика все положенные выплаты в погашение суммы основного долга и процентов по нему и своевременно перечисляет данные средства на счет фонда.

Отношения «заемщик — банк-кредитор». Заемщик погашает суммы основного долга и процентов по нему в течение срока действия кредитного договора.

Отношения «банк-кредитор — фонд». Банк-кредитор перечисляет фонду денежные средства, полученные по кредитному договору. В случае наступления несостоятельности заемщика приводится в действие процедура обращения взыскания на предмет ипотеки, в ходе которой заемщик, при наличии установленной процедуры, отселяется в специально формируемый для этого муниципальный жилой фонд. Банк-кредитор продолжает перечислять на счет фонда все предусмотренные кредитным договором выплаты до момента продажи жилья, заложенного в обеспечение кредита заемщика. Окончательные расчеты между банком-кредитором и фондом происходят после проведения указанной операции и зависят от итогового баланса по кредиту. При этом банк-кредитор несет кредитный риск, связанный прежде всего с качеством проверки платежеспособности заемщика, а фонд — преимуще-

ственно лишь риски, связанные с деятельностью органов власти и другими неэкономическими факторами в пределах, установленных в договоре.

Венчурный бизнес зародился в США в середине 50-х годов XX в., развился в мощную мировую индустрию и зарекомендовал себя как один из наиболее действенных инструментов поддержки и развития реального сектора экономики. В мировой практике венчурный капитал оказал большое влияние на развитие таких отраслей промышленности, как полупроводниковая электроника, вычислительная техника, информационные технологии и биотехнологии. В России зарубежный венчурный капитал появился в начале 90-х годов.

Название «венчурный» происходит от английского *venture* — рискованное предприятие или начинание. Сам термин «рисковый» подразумевает, что во взаимоотношениях капиталиста-инвестора и предпринимателя, претендующего на получение от него денег, присутствует элемент авантюризма. И это на самом деле так. Рисковое (венчурное) инвестирование, как правило, осуществляется в малые и средние частные или приватизированные предприятия без предоставления ими залога или залога в отличие, например, от банковского кредитования. Венчурные фонды или компании предпочитают вкладывать капитал в фирмы, чьи акции не обращаются в свободной продаже на фондовом рынке, а полностью распределены между акционерами — физическими или юридическими лицами (*unquoted* или *unlisted companies*).

Венчурный бизнес является, пожалуй, наиболее высокотехнологичным видом современного финансового менеджмента. Такая его характеристика органически вытекает как из его целевой функции — содействия динамичному развитию наиболее перспективных идей и технологий путем целевых инвестиций, так и из методики инвестирования, предполагающей обязательную поддержку фирмы-реципиента топ-менеджментом управляющей компании венчурного фонда.

За десятилетия своего существования венчурный бизнес зарекомендовал себя как один из наиболее действенных инструментов поддержки и развития реального сектора экономики. Объектами венчурных инвестиций становятся прежде всего компании и технологии, обеспечивающие не только динамичное развитие существующих производств, но и появление качественно новых товаров и услуг.

В качестве несомненного подтверждения эффективности венчурного бизнеса на развивающихся рынках можно назвать достаточно высокую активность зарубежного венчурного капитала в России. В настоящее время декларируют свое присутствие в России более 40 венчурных фондов с суммарными активами, по оценкам специалистов, не менее 4,3 млрд долл. На территории России размещены представительства около 30 управляющих компаний венчурных фондов.

Все действующие зарубежные фонды можно условно разделить на *три группы*:

1) фонды, капитал которых полностью или частично сформирован Европейским банком реконструкции и развития (фонды ЕБРР) с участием других международных финансовых организаций;

2) активно действующие в России фонды, в создании и деятельности которых наряду с корпоративными и частными инвесторами в той или иной форме участвует государство («активные» фонды);

3) фонды, заявившие о своей заинтересованности в присутствии на российском рынке, однако еще не проявившие значительной деловой активности («пассивные» фонды).

Естественно, деление фондов на «активные» и «пассивные» весьма условно и основано на имеющихся сведениях о количестве и объемах инвестиций, осуществленных в России. При этом необходимо учитывать, что фонды, как любые серьезные коммерческие структуры, весьма сдержанны в предоставлении информации о своей деятельности, поэтому не совсем корректно определять активность только по указанным характеристикам. Очевидно, например, что венчурный фонд, не инвестирующий в настоящее время, но активно разрабатывающий динамичную стратегию деятельности в России, не может быть отнесен к числу «пассивных».

Венчурное инвестирование обеспечивает высокие темпы роста компаний, финансируя их на этапе, когда иные финансовые источники воздерживаются от рискованных вложений, закрывая тем самым нишу, не обеспеченную необходимым финансированием. Это ниша высокотехнологичного бизнеса, обеспечивающего высокую конкурентоспособность экономики. Венчурное инвестирование становится пусковым механизмом для создания новых и модернизации действующих производств на основе использования достижений науки и техники.

В настоящее время в России идет процесс создания отечественной инфраструктуры поддержки венчурного инвестирования.

4.3. Влияние различных форм финансирования инвестиционных проектов на хозяйственную деятельность предприятия

Блок инвестиционного проектирования и блок проектного финансирования оказывают многофакторное системное воздействие на бизнес. Задачей инвестиционного менеджера является выделение наиболее существенных воздействий, их формализация и расчет совокупного эффекта. Покрытие потребностей в капитале следует показывать по каждому из источников: собственные средства предприятия (фирмы-предпринимателя), акционерный капитал, заемное финансирование и т.д. При этом важно выбрать формы привлечения капитала и прежде всего решить вопрос, наращивать ли собственный капитал, выпуская ценные бумаги, или привлечь заемный. Как правило, у предприятия на финансирование объектов инвестирования не хватает собственных средств, в связи с чем практически всегда привлекаются внешние источники, а для этого необходимо предварительно определиться с отдельными инвесторами (инвестиционными институтами, финансовыми организациями). Для инвестора сумма инвестиций определяется условиями, которые могут быть получены для проекта на рынке капитала. За сумму, созданную за счет собственных средств, он требует проценты, которые получил бы, вложив средства в другие мероприятия.

Каждая из форм финансирования по-разному влияет на отдачу на собственный капитал и показатели финансовой устойчивости предприятия. В связи с этим рекомендуется использовать комбинации источников финансирования. Специалисты выделяют шесть типичных комбинаций форм проектного финансирования.

1. Финансирование за счет собственных средств и кредитное финансирование. Естественно, априорной предпосылкой любого инвестиционного проекта является превышение отдачи от вложенных средств над ставкой привлечения. Для принятия решения о соотношении финансирования за счет собственных фондов накопления и кредитного финансирования необходимо оценить:

- финансирование за счет собственного фонда накопления лучше с точки зрения кратко- и долгосрочной платежеспособности (ликвидности и доли собственных средств в пассивах);
- кредитное финансирование лучше с точки зрения эффективности хозяйственной деятельности (отдачи на единицу собственных средств).

2. Финансирование за счет собственных средств и институциональное финансирование (покупка пакета акций, создание предприятий с участием иностранного капитала, договор о совместной деятельности). Институциональное финансирование лучше с точки зрения финансовой устойчивости, так как величина собственных средств предприятия увеличивается. С точки зрения эффективности ситуация неоднозначна, так как при институциональном финансировании и числитель, и знаменатель показателя прибыль/собственный капитал возрастают. Все зависит от конкретной ситуации.

3. Институциональное и кредитное финансирование. Институциональная форма финансирования принципиально отличается от кредита. Кредит является безусловным обязательством — вне зависимости от внешних рисков заемщик обязан погасить задолженность. В институциональной форме финансирования инвестор наряду с реципиентом делит внешние риски в обмен на участие в прибыли. С точки зрения финансовой устойчивости институциональное финансирование лучше, с точки зрения эффективности ситуация неоднозначна:

- при институциональном финансировании возрастает величина собственных средств, что снижает прибыль на вложенный капитал;
- при кредитном финансировании появляются дополнительные издержки (погашение процента), что также снижает прибыль на инвестированный капитал.

4. Институциональное финансирование в рамках фирмы (покупка пакета акций) и путем выделения проекта на отдельный баланс (создание предприятия с участием иностранного капитала, совместная деятельность, консорциум). При выделении проекта на отдельный баланс и 100%-ном вложении средств данная схема выгоднее, чем проведение проекта в рамках фирмы, так как значительно снижается риск банкротства. При появлении же институционального инвестора ситуация становится менее определенной и зависит от его доли в уставном капитале предприятия с участием иностранного капитала.

5. Долгосрочное и краткосрочное кредитное финансирование. Долгосрочное кредитное финансирование может вести к ухудшению лишь общей (долгосрочной) платежеспособности предприятия (доля собственных средств в пассивах), в то время как краткосрочная платежеспособность (ликвидность) не меняется. Краткосрочное кредитное финансирование, как правило, используется

только в том случае, когда показатели краткосрочной платежеспособности (ликвидность, финансовая маневренность) явно избыточны и принятие проекта не ведет к появлению дополнительных финансовых издержек в этой сфере. Преимуществом по сравнению с долгосрочным финансированием в большинстве случаев является меньший процент по кредиту.

Вообще, краткосрочное кредитование является нетипичным способом финансирования долгосрочных вложений. Классическая экономическая теория требует временного соответствия между сроком погашения привлекаемых кредитных ресурсов и сроком окупаемости инвестиций, так как предполагается, что именно чистые финансовые «притоки» от реализации инвестиционного проекта будут служить источником погашения кредита.

В нашей стране, когда неопределенность финансового рынка чрезвычайно обостряет проблему «длинных» денег, часто инвестиции финансируются именно за счет краткосрочных кредитов. При этом по мере истечения срока кредитного договора периодически происходит рефинансирование (продлонгация кредитного договора с банком на следующий краткосрочный период или погашение кредита за счет привлечения кредитных ресурсов у другого заемщика).

6. Финансирование за счет эмиссии акций и накопленной прибыли (собственного фонда накопления). Положительной чертой финансирования за счет эмиссии акций является то, что оно, во-первых, не влечет за собой выплат процентов, во-вторых, не ухудшает финансовую устойчивость. Негативным моментом является то, что при этом варианте увеличивается уставный капитал и падает ожидаемая прибыль на акционерный капитал. Следует учесть, что эмиссия акций может привести к частичной потере контроля над предприятием.

Во втором случае принятие проекта требует отказа от прежнего объема текущей деятельности (валюта баланса остается неизменной), что означает появление альтернативных (вмененных) издержек. Следовательно, финансирование проекта за счет собственного фонда накопления также ведет к ожидаемому падению прибыли на единицу собственных средств, но не за счет увеличения уставного капитала, а за счет уменьшения текущих финансовых результатов. Кроме того, финансирование за счет собственного фонда накопления ухудшает ликвидность фирмы, так как часть средств перераспределяется из оборотного капитала в основной при неизменной структуре пассивов.

При любой форме проектного финансирования все составляющие структуры денежного капитала имеют свою стоимость, т.е. доходность, которую требует владелец средств за право их использования. Для инвестора стоимость инвестиций представляет собой (всегда или, по крайней мере, в большинстве случаев) цену выбора или альтернативную стоимость их использования на рынке капитала. В связи с этим важно правильно определять реальную стоимость инвестируемых средств, т.е. стоимость капитала. Решение этой проблемы затрудняется тем, что капитал может иметь сложную структуру, образуемую различными источниками долгосрочных средств. Выше мы говорили, что вложение средств является оправданным только в том случае, если оно приносит доход больший, чем доход по альтернативным проектам с тем же уровнем риска. Поэтому стоимость капитала представляет собой ту прибыль, которая необходима, чтобы удовлетворить владельцев капитала, а чистая текущая стоимость может быть представлена как сумма денег, которую инвесторы согласны оставить заемщику за то, что он обеспечит им возврат вложенных средств плюс получение такой прибыли.

Поскольку в большинстве случаев привлекать капитал приходится не из одного источника, а из нескольких, то обычно стоимость капитала формируется под влиянием необходимости обеспечить некий усредненный уровень прибыльности. Поэтому средневзвешенная стоимость капитала (WACC) может быть определена как тот уровень доходности, который может приносить инвестиционный проект, чтобы можно было обеспечить получение всеми категориями инвесторов дохода, аналогичного тому, что они могли бы получить от альтернативных вложений с тем же уровнем риска. Формула для определения средневзвешенной стоимости капитала имеет следующий вид:

$$WACC = \sum w_i k_i \quad (4.1)$$

где w_i — доля капитала (инвестиционных ресурсов), полученного из i -го источника;

k_i — требуемая доходность (норма прибыли) по капиталу, полученному из i -го источника.

Важно отметить, что при определении стоимости капитала нужно сопоставлять маржинальные (замыкающие) выгоды с маржинальными затратами. При этом под маржинальной стоимостью капитала понимается изменение в общей сумме прибыли от ин-

вестиций, необходимое для удовлетворения требований инвесторов с учетом новых инвестиций, деленное на сумму капитала, необходимого для инвестиций.

Стоимость заемных средств. Для компании, у которой нет заемных средств, но которая хочет осуществить новые инвестиции, стоимость заемных средств будет равна эффективной процентной ставке по вновь привлеченным кредитам, скорректированной с учетом практики исчисления налогов.

Стоимость капитала, получаемого с помощью привилегированных акций (K), определяется по формуле

$$K = \Delta_{\text{п}} : \Pi_{\text{п}}, \quad (4.2)$$

где $\Delta_{\text{п}}$ — ежегодный дивиденд на одну привилегированную акцию;

$\Pi_{\text{п}}$ — цена одной выпущенной привилегированной акции.

Ценность (цена) обыкновенной акции для инвестора определяется дисконтированной величиной потока будущих дивидендов:

$$\Pi = \sum \Delta_t : (1 + r)^t, \quad (4.3)$$

где Π — цена акции;

t — порядковый номер периода, за который начисляется дивиденд;

Δ_t — дивиденд в конце t -го периода;

r — желаемая инвестором доходность своего капитала.

Если поток будущих дивидендов предсказуем, то ставка дисконтирования, при которой текущая стоимость суммы будущих дивидендов оказывается равной текущей стоимости акций, будет равна требуемому инвестором уровню доходности на свой капитал.

В большинстве случаев будущие дивиденды трудно предсказать достаточно точно. Для определения требуемого уровня доходности разработаны специальные модели, например, модель роста дивидендов, модель доходности по чистой прибыли. Применение той или иной модели зависит от наличия информации. Чтобы снизить опасность ошибки, рекомендуется использовать несколько моделей.

В модели роста дивидендов предполагается, что денежные поступления возрастают с одинаковым темпом g в каждом из периодов времени, когда

$$r = \Delta : \Pi + g. \quad (4.4)$$

В основе использования этой модели лежат две реально известные величины: сложившаяся на рынке цена акций и величина

дивидендных выплат к истекшему году. Таким образом, единственной величиной, которую здесь надо прогнозировать, является возможный темп роста дивидендов.

В модели доходности по чистой прибыли отправной точкой является тот доход, который получил бы акционер при распределении всей прибыли компании после уплаты налогов в виде дивидендов. Эта величина определяется с помощью уравнения

$$k = \text{ЧП}_a : \text{Ц}_p, \quad (4.5)$$

где k — доходность по чистой прибыли;

ЧП_a — чистая прибыль на одну акцию;

Ц_p — рыночная цена одной акции.

Стоимость существующего капитала. После определения величины доходности, требуемой инвестором, надо оценить уровень доходности, которого должна достичь фирма, чтобы удовлетворить инвесторов и обеспечить получение выгоды для себя. Однако, когда рассматривается проблема стоимости собственного капитала, эти две разновидности «сливаются», и в качестве уровня доходности, необходимого фирме, можно рассматривать уровень доходности, требуемый инвестором — совладельцем собственного капитала фирмы. Этот уровень зависит от уровня доходности конкурирующих вариантов инвестиций и соотношений рисковости вложений в собственные проекты фирмы и альтернативные товары фондового рынка.

Стоимость вновь привлекаемого капитала. Если фирме недостаточно собственного капитала и ей надо прибегнуть к привлечению капитала из внешних источников за счет эмиссии своих ценных бумаг, то надо иметь в виду, что это будет возможно лишь в том случае, если проект эмиссии предполагает уровень доходности более высокий, чем по существующему капиталу. Уровень требований новых инвесторов можно определить, если принять на вооружение посылку о том, что все доходы, полученные благодаря инвестициям, будут направляться на выплату инвестиций. Тогда для определения стоимости нового собственного (акционерного) капитала, привлекаемого с помощью продажи обыкновенных акций, можно использовать формулу

$$r_n = r : (1 - f), \quad (4.6)$$

где r_n — необходимый уровень доходности по новому акционерному капиталу;

f — затраты на осуществление новой эмиссии акций, процент к рыночной цене акций;

r — желаемая инвестором доходность своего капитала (по уже проведенным ранее эмиссиям).

Однако возможна ситуация, когда не вся сумма доходов фирмы направляется на немедленную выплату дивидендов, а часть их сохраняется (удерживается от распределения), чтобы эти средства можно было реинвестировать. Целью таких операций является увеличение размера дивидендов в будущем, но они влияют также и на требуемый уровень доходности по новому капиталу. Стоимость капитала для такого варианта привлечения средств определяется по следующей формуле:

$$r_n = [\Delta_1 : Ц (1 - f)] + g. \quad (4.7)$$

После того как определена стоимость отдельных элементов капитала, следует найти средневзвешенную стоимость всего инвестируемого капитала. Теория финансового менеджмента рекомендует формировать инвестируемый капитал таким образом, чтобы прирост капитала не нарушал оптимальной его структуры (т.е. оптимального соотношения между заемным капиталом, собственным капиталом и прочими источниками средств), сформированной фирмой ранее. Определение весов для расчета средневзвешенной стоимости капитала — сложная задача. Тем более, что они могут определяться исходя из рыночной или бухгалтерской стоимости каждого элемента капитала. Согласно теории инвестиционного анализа однозначно рекомендуется пользоваться рыночной оценкой.

ГЛАВА 5

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИЮ

5.1. Классификация и структура иностранных инвестиций

Иностранными инвестициями являются все виды вложений имущественных и интеллектуальных ценностей иностранными инвесторами, а также зарубежными филиалами российских юридических лиц в объекты предпринимательской и других видов деятельности на территории Российской Федерации в целях получения дохода, в том числе в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если они не изъяты из оборота или не ограничены в нем (деньги, ценные бумаги, иное имущество, имущественные права и др.)¹. Основными формами предпринимательской деятельности иностранных инвесторов на территории России являются: представительство иностранной фирмы; заключение договора о совместной деятельности с иностранным партнером; создание совместного предприятия; приобретение иностранными инвесторами долей участия в предприятиях, акций и иных ценных бумаг.

К иностранным инвестициям относятся:

- недвижимое и движимое имущество;
- соответствующие имущественные права, включая право залога;
- вклады;
- денежные средства;
- финансовые инструменты (акции, облигации, паи);
- право требования по денежным средствам, вложенным для создания экономических ценностей;
- право требования по услугам, имеющим экономическую ценность;

¹ Хмыз О.В. Привлечение иностранных инвестиций в Россию. Особенности. М. : Книга-сервис, 2002.

- право на результаты интеллектуальной деятельности;
- право на осуществление хозяйственной деятельности;
- право на разведку и эксплуатацию природных ресурсов и др.

Предложенный в нормативных актах и международных договорах перечень видов и форм иностранных инвестиций примерный и не исчерпывает все виды имущественных ценностей.

Иностранные инвестиции в Россию подразделяются на прямые, портфельные и прочие.

Прямые иностранные инвестиции — иностранные инвестиции, достаточно крупные для того, чтобы позволить инвестору установить эффективный контроль за управлением предприятием и создать у него долговременную заинтересованность в успешном функционировании и развитии этого предприятия. К прямым иностранным инвестициям относят вложения средств в материальные и нематериальные активы создаваемого на территории принимающей страны предприятия. В результате привлечения прямых иностранных инвестиций происходит увеличение активов предприятия, создание новых имущественных и интеллектуальных ценностей. Прямые иностранные инвестиции по методике Международного валютного фонда (МВФ) — это иностранные инвестиции, распространяющиеся на 10 и более процентов голосующих акций. Иностранный инвестор получает контроль над предприятием на территории России или активно участвует в управлении им.

Считается, что прямые иностранные инвестиции в сравнении с другими видами привлечения иностранного капитала имеют ряд преимуществ. Прямые иностранные инвестиции являются источником прироста производственного капитала и капитала сферы услуг, привлечения передовых технологий, ноу-хау, методов ведения бизнеса. По сравнению с займами и кредитами прямые иностранные инвестиции не увеличивают внешний долг государства. Кроме того, прямые иностранные инвестиции обеспечивают наиболее эффективную интеграцию национальной экономики в мировую. Поэтому национальные экономики заинтересованы в первую очередь в привлечении прямых иностранных инвестиций.

Среди *форм привлечения прямых иностранных инвестиций* можно выделить:

- привлечение иностранных инвестиций путем создания совместных предприятий;
- создание на территории страны предприятий, полностью принадлежащих иностранному капиталу;

- привлечение иностранных инвестиций на условиях со-глашений о разделе продукции;
- привлечение иностранных инвестиций через свободные эконо-мические зоны, направленное на осуществление интенсив-ной модернизации отдельных регионов страны.

Несмотря на все положительные черты, прямые иностранные инвестиции имеют и ряд существенных недостатков. Основной недостаток прямых иностранных инвестиций — это потеря контро-ля над компанией. Иностранные владельцы при управлении ком-панией руководствуются прежде всего своими интересами, кото-рые часто не совпадают с национальными интересами страны, где она размещается. В частности, это может проявляться в массовых увольнениях рабочих, в нанесении ущерба экологии страны и т.д. Поэтому привлечение иностранных инвестиций во многих стра-нах ограничивается в ряде стратегически важных отраслей.

Портфельные иностранные инвестиции — вложение средств инвесторов в ценные бумаги наиболее прибыльно работающих предприятий, а также в ценные бумаги, эмитируемые государ-ственными и местными органами власти с целью получения мак-симального дохода на вложенные средства. Иностранный инве-стор активно не участвует в управлении предприятием, занимает позицию «стороннего наблюдателя» по отношению к предприя-тию — объекту инвестирования и, как правило, не вмешивается в управление им, довольствуясь получением дивидендов. Целью портфельного инвестора является получение высокой нормы при-были и снижение риска за счет хеджирования. Таким образом, со-здания новых активов при данном вложении средств не происхо-дит. Однако портфельные инвестиции позволяют увеличить объем привлеченного капитала на предприятии.

Способом привлечения портфельных иностранных инвестиций является размещение за рубежом облигаций (государственных и частных), небольших пакетов акций предприятий (без права уп-равления предприятием) и их суррогатов, а также средства от про-дажи аналогичных ценных бумаг нерезидентам, т.е. иностранным юридическим и физическим лицам внутри страны. С помощью иностранных портфельных инвестиций решаются в основном фи-нансовые задачи.

Различие между прямыми и портфельными инвестициями в ряде случаев строится на основе различия доли участия иностранного партнера в акционерном капитале предприятия. Преимущество данного подхода — относительно легкое формальное разделение

между прямыми и иностранными инвестициями. В соответствии с этим к прямым иностранным инвестициям будут относиться инвестиции, обеспечивающие контроль над предприятием. Однако само понятие контроля не является четко формализуемым. В зависимости от конкретной ситуации наличие небольшого пакета акций (5—10%) позволит иностранному партнеру проводить важные решения, и, наоборот, при наличии большого пакета акций иностранный партнер может не иметь контроля над предприятием. Более того, в ряде отраслей может существовать прямой контроль над предприятием со стороны правительства, например, в лице комиссий по контролю за тарифами, который ограничивает свободу в выборе решений даже при 100%-ном иностранном участии.

При разделении понятий прямых и портфельных иностранных инвестиций более важным критерием является намерение иностранного партнера участвовать в управлении, наличие у него стратегических интересов в сотрудничестве с данным предприятием — прямые инвестиции, или стремление иностранного партнера получить прибыль по вложению своего капитала вне привязки к конкретному предприятию — портфельные инвестиции.

Прочими иностранными инвестициями называют банковские вклады (собственные счета иностранных юридических лиц в российских банках и российских лиц в иностранных банках), товарные кредиты (оплата за экспорт или импорт и предоставление кредитов для экспорта и импорта) и прочие кредиты (кредиты международных финансовых организаций и кредиты правительств иностранных государств и прочие кредиты, кроме торговых, получаемые не от прямых инвесторов). Их исключение из анализа вызвано прежде всего разнородностью группы, а также сложностью получения достоверной статистической информации.

Основным мотивом для иностранного инвестора является получение прибыли. Однако направления извлечения прибыли, используемые при этом механизмы, период, в течение которого происходит получение прибыли, могут существенно различаться.

Поэтому выделяют **мотивы иностранных инвесторов**:

- освоение новых рынков сбыта;
- использование зарубежных источников ресурсов;
- использование преимуществ международного разделения труда;
- политические мотивы и др.

В зависимости от основных мотивов иностранного инвестора, а также ряда других факторов, выделим **основные типы иностран-**

ных инвесторов, которые наиболее активны в настоящее время в области привлечения иностранных инвестиций в Россию.

Стратегические инвесторы, т.е. компании, для которых инвестирование в данную страну является частью долгосрочной стратегии развития. Эти компании, как правило, транснациональные, иногда готовы нести немалые затраты с целью будущего продвижения на рынке, когда изменится в лучшую сторону интегральный показатель, который характеризует инвестиционный климат с завоеванных позиций. Общее положение экономики страны-реципиента, многочисленные бюрократические препоны, как правило, мало влияют на их решения о начале и ведении инвестирования. Для такого типа инвесторов Россия имеет благоприятный инвестиционный климат, если принимать во внимание мощный ресурсный потенциал страны и острый спрос на иностранные инвестиции. Их целью является встраивание российских предприятий в технологические цепочки иностранных финансово-промышленных групп (ФПГ), что обычно достигается покупкой российских поставщиков сырьевых ресурсов и полуфабрикатов. Также они стремятся к наиболее полному использованию природных ресурсов, достижению максимальной прибыли путем экспорта природных ресурсов, использования преимуществ международного разделения труда, создания собственного производства и дилерской сети.

К числу стратегических инвесторов следует отнести компании, стремящиеся к максимизации рынка и выносящие часть производства на территорию других стран. Среди причин, обуславливающих выбор такой стратегии, можно назвать экономию на транспортных издержках, наличие таможенных барьеров, стремление использовать деловые связи и преимущества международного разделения труда.

При перевозке продукции в другие страны к производственным издержкам добавляются транспортные издержки, которые в случае достаточно большого расстояния между страной-производителем и страной-потребителем могут внести существенный вклад в себестоимость продукции. Особенно это касается товаров с относительно небольшой стоимостью в расчете на килограмм или кубический метр. К числу таких товаров, например, относятся продукты питания. Фактором повышения конкурентоспособности подобной продукции является снижение себестоимости за счет размещения на территории страны-потребителя тех этапов производства, на которых происходит максимальное увеличение массы и объема производимой продукции. Применитель-

но к продуктам питания таким этапом является, например, производство напитков из концентратов. Данный фактор закладывает прочную основу для долгосрочного сотрудничества и привлечения значительных иностранных инвестиций. Однако стоит отметить, что в случае ввоза в страну концентратов транснациональные компании за счет трансфертного ценообразования могут искусственно перераспределять добавленную стоимость между странами, стараясь снизить добавленную стоимость местного производства и увеличить добавленную стоимость производства ввозимых концентратов.

Создание собственных таможенных подразделений для преодоления таможенных барьеров часто носит характер неустойчивых стратегических интересов за счет искусственного происхождения данного фактора. Деятельность международных организаций в области международной торговли в последнее время направлена на ликвидацию различных таможенных барьеров, устранение дискриминационных мер по отношению к ввозимым товарам, существующих в законодательстве разных стран. Наличие таможенных барьеров редко приводит к созданию действительно полноценного партнерства. Чаще всего барьеры обходят с помощью организации так называемого сборочного производства, при котором иностранные инвестиции направляются на выполнение на территории страны лишь небольшого числа этапов технологической цепи с незначительной добавленной стоимостью, что не позволяет отнести таких инвесторов к числу стратегических. Однако в ряде случаев наличие таможенных барьеров позволяет стимулировать инвесторов к созданию действительно полноценных производств, формированию на территории страны крупной производственной инфраструктуры, технологическому обновлению и структурной модернизации экономики.

Наиболее стабильным фактором, являющимся основой для стратегического партнерства и привлечения иностранных инвестиций на долгосрочной основе, являются преимущества международного разделения труда. Среди них следует назвать наличие высококвалифицированной и недорогой рабочей силы, низкую себестоимость создания объектов основных фондов, например, благодаря развитой производственной инфраструктуре.

К этому разряду можно отнести крупнейших иностранных инвесторов в российском топливно-энергетическом комплексе (Exxon, Amoco, Occidental Petroleum), химической промышленности (Procter & Gamble), пищевой промышленности (Coca-Cola, BAT

Industries, Philip Morris), финансовом бизнесе (Chase Manhattan Bank, Citibank, ABN-AMRO), отчасти — в области телекоммуникаций (Siemens, Alcatel, US West).

Источником инвестиций в высокотехнологические производства, а также в научно-исследовательские и опытно-конструкторские организации являются *инвесторы, связанные с различными международными фондами и подобными им организациями*. Эти инвесторы, как и во всех цивилизованных странах, стремятся к диверсификации портфеля ценных бумаг, собственных инвестиций с целью обеспечить своим вкладчикам стабильный уровень прибыли. На протяжении последних лет они активизировали свою деятельность, особенно в случаях, когда их действия получают поддержку официальных кругов и финансовых организаций в собственных странах. Как правило, эти фонды можно охарактеризовать как добросовестных инвесторов. Вместе с тем существует опасность возникновения неконтролируемого бесплатного сбора ими научно-технической информации (иногда стратегического характера) в разных сферах жизнедеятельности нашей страны (например, путем оглашения конкурсов на получение многочисленных грантов).

Цель такой деятельности — мониторинг ситуации в конкурентоспособных отечественных отраслях и сферах и установление в будущем контроля над ними со стороны соответствующих структур, поэтому таким проявлениям инвестиционной деятельности следует уделять особенное внимание.

Среди иностранных инвесторов особое место занимают те, которые *ориентируются на использование преимуществ международного разделения труда*, характерных для России. К ним можно отнести использование развитой производственной инфраструктуры, использование основных фондов, созданных еще при социалистической модели хозяйствования, использование относительно дешевой рабочей силы, наличие развитой технологической базы в ряде отраслей. Кроме того, в ряде регионов создана развитая производственная инфраструктура и сконцентрирован высокий научно-производственный потенциал. Иностранные инвесторы могут быть заинтересованы в покупке потенциально эффективных российских предприятий (обычно экспортно-ориентированных) по низкой цене с целью получения высокой прибыли после ограниченных инвестиций в создание системы сбыта, проведение маркетинга и реструктуризации номенклатуры производимой продукции. Также стимулом для них может служить использование

морально устаревшего или экологически вредного оборудования, которое невозможно эффективно использовать в развитых странах, выпуск устаревшей продукции, технология производства которой хорошо отработана. Вместе с тем для развития производства на территории страны они ввозят новое оборудование, технологии, чем помогают осуществить техническое перевооружение страны. Однако в отличие от первого типа инвесторов — транснациональных компаний, это, как правило, мелкие и средние предприятия, созданные совместно с партнерами их стран с устойчивыми экономическими связями. Инвестиции подобного типа наиболее благоприятны для экономики страны, однако их привлечение часто сталкивается с административными барьерами, которые данные формы бизнеса не в состоянии преодолеть самостоятельно.

Отдельно стоит выделить *тип инвесторов, целью которых является создание предприятий по добыче и первичной переработке природных ресурсов, а затем вывоз продукта за пределы страны*. При этом используются сравнительно богатые месторождения полезных ископаемых и других природных ресурсов, разработка которых в России дешевле, чем в других странах, или доступ к которым в других странах затруднен. Данный тип инвесторов заинтересован в заключении долгосрочных договоров о разработке месторождений с правительством страны.

Механизмом привлечения таких инвестиций является в том числе создание вертикально-интегрированных корпоративных структур, в которых происходит распределение инвестиций между странами по стадиям производства. Такие инвесторы заинтересованы в создании на территории России добывающих подразделений. Однако благодаря наличию в России развитой производственной инфраструктуры в области переработки минеральных ресурсов в ряде случаев удается привлечь на паритетных началах иностранные инвестиции и в последующие этапы переработки минеральных ресурсов. Примером является образование транснациональной корпорации «ТНК ВР» в результате слияния российской нефтяной компании «Тюменская нефтяная компания» и британской British Petroleum. Однако в большинстве случаев инвестиции в глубокую переработку минеральных ресурсов идут вразрез со стратегическими интересами иностранных инвесторов. Страны — импортеры минеральных ресурсов заинтересованы в импорте ресурсов на наиболее ранних стадиях переработки для минимизации затрат и их дальнейшей переработки на собственной территории для

создания новых рабочих мест и увеличения валового национального продукта.

Обеспечение страны стратегически важными природными ресурсами заставляет правительства стран использовать различные политические рычаги. В ряде случаев это приводит к лоббированию интересов компаний для их продвижения на иностранные рынки или для привлечения иностранных инвестиций.

Выделим еще одну группу инвесторов, которые *заинтересованы исключительно в расширении рынка сбыта*. При этом в качестве способа расширения рынка сбыта данные предприятия выбирают их экспорт в Россию без организации на территории России собственного производства. Возможно, что в дальнейшем данные инвесторы окажутся заинтересованы в более плотной интеграции, и тогда их можно будет рассматривать как стратегических инвесторов. Однако при существующем в России инвестиционном климате и преимуществах международного разделения труда инвесторы не заинтересованы в углублении сотрудничества. Все направления инвестирования ограничиваются формированием торговой сети и, возможно, вспомогательных производств, не создающих значительных объемов добавленной стоимости на территории страны. Конечной целью таких инвесторов являются максимизация доходов самой иностранной компании, получение высокой нормы прибыли при создании производств по выпуску продукции, которая дефицитна в России или цены на которую в России значительно выше мировых. Страна-реципиент становится при этом зависима от импорта, на ее территории, возможно, будут закрыты производства товаров-аналогов, произойдет смещение внешнеторгового баланса страны в сторону импорта, что стратегически небезопасно.

Особо стоит выделить еще один тип инвесторов — это *инвесторы из бывших социалистических стран*. Основным стимулом для данных инвесторов является интеграция с целью восстановления на рыночной основе существовавших в социалистической модели хозяйствования связей. Говоря о данном типе инвесторов, отметим, что многие крупные российские компании в области связи (МТС), в области добычи ресурсов (ЛУКОЙЛ, Сибнефть), в области энергетики и в ряде других отраслей становятся сами экспортерами капитала в страны ближнего зарубежья и бывшие социалистические страны.

Среди иностранных инвесторов должна быть также выделена группа инвесторов, *целью которых является осуществление неза-*

конных форм бизнеса для получения высоких доходов за счет выстраивания международных схем перекачивания и отмыwania капиталов, незаконный импорт и экспорт. В случае, если такие инвесторы хотят придать «законный» статус своим филиалам, создаваемым на территории страны, они часто вступают в сговор с властями, пытаются получить особый статус, освобождение от ряда налогов и т.д. Проблема осложняется тем, что такие инвесторы часто пытаются приходить на российский рынок под прикрытием законно действующих компаний.

Выделим еще одну группу инвесторов — это *владельцы незаконно вывезенных из России в офшорные зоны (например, на Кипр) капиталов*. Некоторая часть этих капиталов возвращается в Россию уже в качестве законных иностранных инвестиций. Целями таких «иностранных» инвесторов является инвестирование средств «российского происхождения» под видом иностранных, чтобы иметь больше возможностей для защиты капитала, вложения капиталов в создание предприятий в хорошо знакомой им деловой среде, где они способны получить высокий доход от своих капиталов, тем более что они могут использовать уже имеющиеся партнерские связи. Для данных инвесторов особое значение приобретает амнистия незаконно вывезенных из страны капиталов.

Иностранные инвесторы предпочитают вкладывать свои финансовые ресурсы в страны с либеральной экономикой, высокими государственными гарантиями неприкосновенности частной собственности, использующими те же стандарты ведения бизнеса, что и страны — источники инвестиций. Привлечению инвестиций соответствует возрастание открытости экономики страны для иностранных инвесторов. Значительное число стран вводят либеральные законы в области иностранного инвестирования для снижения барьеров для иностранных инвесторов, максимально облегчающие ввоз капитала. В последнее десятилетие все больше стран проводят либерализацию своего законодательства для обеспечения наиболее благоприятных условий для иностранного инвестирования.

Существенным условием иностранного инвестирования является экономическая стабилизация в стране. Так, любые кризисные явления в экономике страны приводят к резкому ухудшению инвестиционного климата, вывозу из страны капиталов иностранных инвесторов. В то же время стабильный экономический рост повышает инвестиционную привлекательность страны. По некоторым оценкам, сделанным на основе анализа динамики инвестиций в 24 странах, увеличение ВВП страны на 1% стимулирует повыше-

ние потоков прямых иностранных инвестиций приблизительно на 10 млрд долл.¹.

Для иностранных инвесторов принятие решения об инвестировании в экономику другой страны сопряжено с анализом риска, обусловливаемого политическими и макроэкономическими факторами. Для адекватной оценки инвестиционного риска и инвестиционной привлекательности следует принять во внимание множество факторов, в том числе экономический рост, уровень налогового бремени, уровень инфляции, дисконтную политику, структуру занятости, платежный баланс, структуру импорта и экспорта. Такой анализ является достаточно дорогим. Для облегчения принятия инвестиционных решений существуют так называемые суверенные рейтинги. Они являются обобщенными индикаторами, характеризующими экономику страны. Рейтинги составляются международными независимыми агентствами (см. табл.).

Индикаторы, характеризующие экономику стран

Страна	Standard and Poor's		Moody's investors Service	
	рейтинг	прогноз	рейтинг	прогноз
Аргентина	ССС+	Негативный	Сaa3	—
Бразилия	BB—	Негативный	B1	Стабильный
Индонезия	ССС+	Стабильный	B3	Стабильный
Китай	BBB	Стабильный	A3	Стабильный
Колумбия	BB	Негативный	Ba2	Стабильный
Пакистан	B—	Стабильный	Сaa1	Негативный
Россия	B	Позитивный	B2	Позитивный
Турция	B—	Негативный	B1	Негативный
Эквадор	ССС+	Негативный	Сaa2	Негативный

На объем иностранных инвестиций существенное влияние оказывает ряд психологических факторов. Так, для японских предпринимателей и инвесторов характерным являются ориентация на длительный период деятельности и использование долгосрочных кредитов. Поэтому они концентрируют усилия на решении стратегических задач. В отличие от них американские менеджеры находятся в тесной зависимости от размеров дивидендов и поэтому

¹ Финансовый менеджмент : учеб. пособие / под ред. проф. Е.И. Шохина. М. : ИД ФБК-ПРЕСС, 2002.

вынуждены сосредоточивать внимание на обеспечении максимальной текущей прибыли.

При осуществлении конкретного инвестиционного проекта на первый план выходят размеры рынка, обеспеченность факторами производства, издержки, степень развития инфраструктуры, торговая политика, уровень конкуренции, права собственности, уровень занятости. Инвестор выбирает место осуществления капиталовложения также с учетом характера соответствующей технологии, стратегии фирмы и своих представлений о степени риска и возможных прибылей, преимуществ международного разделения труда, присутствия дешевой рабочей силы и возможности уменьшения выплачиваемых налогов.

5.2. Режим функционирования иностранного капитала в России

Претворение в жизнь большинства иностранных инвестиционных проектов часто испытывает трудности при столкновении местных, областных, национальных и международных интересов, проявляющихся через национальные законодательства. Политика в России в области иностранных инвестиций отличается сменой периодов благоприятствования и охлаждения. Инвесторы могут рассчитывать на стабильность, если вопросы инвестирования регулируются законодательством высшего порядка, которое будет действовать достаточно длительный период независимо от изменений политики государства и будет единым для всей России.

Специалисты выделяют **три уровня нормативно-правового регулирования** прав инвесторов.

Первый уровень — это конституции и национальное законодательство конкретных государств. Государственная конституция декларирует права собственности, определяет гарантии ее неприкосновенности, возможность ее экспроприации иначе, чем в судебном порядке или для государственных нужд, при условии предварительной договоренности с выплатой соответствующей компенсации. Права собственности распространяются не только на объекты материальной, но и на объекты нематериальной собственности. В частности, под действия гарантий о неприкосновенности частной собственности попадают объекты авторского права и интеллектуальной собственности, товарные знаки, патенты, ли-

цензии и т.д. Гарантия прав, декларированных в конституции, как правило, одинакова как для собственников — граждан страны и юридических лиц, зарегистрированных на территории страны, так и для иностранных юридических и физических лиц.

Второй уровень — акты, обеспечивающие юридическую защиту прав инвесторов, т.е. система международно-правовых мер их обеспечения. Практическое выражение международные правовые нормы получают в виде международных конвенций, которые должны быть ратифицированы и на национальном уровне. Международные нормы в данном случае обязательны для исполнения страной, присоединившейся к этим нормам, и имеют приоритет над национальным законодательством. Решение споров, возникающих в рамках международного законодательства, осуществляется на международном уровне с участием наднациональных органов.

Третий уровень — это двусторонние межправительственные соглашения. Примером могут служить заключенные между Россией (ранее — СССР) и другими странами соглашения о взаимной защите и поощрении инвестиций. К 1989 г. такие соглашения были заключены с Финляндией, Канадой, Нидерландами, Бельгией и Люксембургом, ФРГ, Францией, Италией, Великобританией. В 90-х годах — с Австрией, Испанией, Швейцарией, Турцией, Китаем и Южной Кореей. В 90-х годах были заключены подобные двусторонние соглашения с США и большинством стран Европы.

Началось развитие нормативной базы регулирования иностранных инвестиций в России еще в период существования СССР. В 1987 г. в СССР разрешили использовать иностранные инвестиции, но только в форме совместных предприятий. Законом «Об иностранных инвестициях РСФСР» (1991 г.) было разрешено создание иностранных компаний на территории РСФСР со 100%-ным зарубежным капиталом. Этот Закон создал льготные условия, достаточные для привлечения иностранных инвестиций в Россию и способствовал созданию новых правовых условий для деятельности иностранных инвесторов в стране. Они получили право вкладывать свои средства в качестве доли в уставный фонд совместного предприятия, создаваемого с участием российского партнера, а также создавать предприятия со 100%-ным иностранным капиталом. Данный Закон также открыл для иностранных инвесторов возможность получения концессии на разработку отдельных месторождений минерального и топливно-энергетического сырья, лесозаготовительную деятельность и аренду.

Иностранным инвесторам были предоставлены широкие гарантии, в том числе «национальный» режим деятельности, т.е. уравнивание прав иностранных инвесторов с правами российских предпринимателей, что подразумевало ведение бизнеса в условиях неполноты и нестабильности нормативно-правовой базы экономической деятельности, высокого уровня налогообложения, дорогих кредитов, коррупции и криминала, что, естественно, не устраивало зарубежных инвесторов, и инвестиции в национальную экономику были символическими.

Для обеспечения стабильного притока инвестиций в 1992—1993 гг. были введены гарантии от национализации, права беспрепятственного перевода за рубеж прибылей нерезидента, положения о недопустимости ухудшения налоговых и других институциональных условий деятельности, существовавших на момент вложения капитала, и других мер.

Согласно Указу Президента РФ от 26 февраля 1993 г. № 282 с целью привлечения иностранных средств было создано Международное агентство по страхованию иностранных инвестиций в Российской Федерации от некоммерческих рисков; разрешено открывать на территории России банки с участием иностранных инвестиций¹. Предпочтение отдавалось банкам-нерезидентам, краткосрочные обязательства которых имели по классификации Moody's или Standard and Poor's рейтинг не ниже «AA» prime 1.

С целью дальнейшего стимулирования притока иностранных инвестиций был издан Указ Президента РФ от 27 сентября 1993 г. № 1466 «О совершенствовании работы с иностранными инвестициями», отменивший все нормативные акты, устанавливающие дополнительные ограничения в деятельности иностранных инвесторов на территории России. Основной целью данного Указа являлась защита иностранных инвесторов от ущемления их прав ведомственными правовыми актами.

В целях дальнейшего улучшения инвестиционного климата Государственной налоговой службой России по согласованию с Министерством финансов РФ в 1994 г. было установлено, что суммы кредитов в иностранной валюте, полученные от иностранных и международных банков и кредитных учреждений, не подлежат обложению налогом на добавленную стоимость и специальным налогом, а рефинансируемая прибыль освобождена от налогообло-

¹ Хмыз О.В. Указ. соч.

жения. Дальнейшая работа правительства была направлена на создание согласованной комплексной системы взаимосвязанных экономических, правовых, налоговых, таможенных, организационных и информационных мер. Был образован Консультативный совет по иностранным инвестициям в России.

Постановлением Правительства РФ от 30 июня 1995 г. № 657 Государственный информационный центр содействия инвестициям преобразован в Российский центр содействия иностранным инвестициям (при Министерстве экономики РФ). Его целями являлись: информационно-консультативное содействие иностранным инвестициям и российским организациям на всех этапах реализации инвестиционного проекта; маркетинг федеральных и региональных инвестиционных программ и проектов за рубежом; разработка и реализация рекламной и информационной стратегии по улучшению образа России как реципиента капитала; представление федеральными органами государственной власти обобщенной информации; содействие российским организациям, иностранным фирмам и предпринимателям в поиске инвестиционных возможностей и конкретных партнеров; участие в разработке предложений по улучшению инвестиционного климата в России с учетом рекомендаций Консультативного совета по иностранным инвестициям.

Большое значение имел Федеральный закон «О соглашениях о разделе продукции», который вступил в силу 11 января 1996 г. В соответствии с этим Законом российские и иностранные инвесторы, осуществляющие поиск, разведку и добычу минерального сырья на территории Российской Федерации, а также на континентальном шельфе и территории исключительной экономической зоны Российской Федерации, получают на определенный срок исключительные права на ведение этой деятельности. Инвестор обязуется осуществлять эти работы на свой риск. Произведенная продукция подлежит разделу между субъектом хозяйствования и государством. Соглашения о разделе продукции позволяют учитывать особенности разных месторождений полезных ископаемых, максимально соблюдая интересы сторон, создают необходимые предпосылки для более широкого привлечения иностранных инвестиций. Однако для практического осуществления проектов сотрудничества на основе раздела продукции в него было необходимо внести устраняющие недостатки поправки: перечислить недра, право пользования которыми на условиях раздела продукции может быть предоставлено иностранным инвесторам. Из положений

Закона нельзя было сделать заключение о характере применения мировых или внутренних цен при определении долей российской стороны и иностранного инвестора.

К 1997 г. была создана система государственного контроля за валютными операциями, соответствующая рыночным принципам. Российский рубль получил внутреннюю обратимость в свободно конвертируемую валюту по текущим операциям. Государство постоянно получало валюту (и способствовало развитию валютного рынка в целом) путем введения обязательной продажи экспортерами 50% валютной выручки. Привлечение иностранных ресурсов было разрешено всем хозяйственным единицам под их полную ответственность. Ограничения использования иностранных средств государством устанавливались в законодательном порядке при утверждении бюджета. Государство выступало гарантом по кредитам для частных организаций, если кредит имел общенациональное значение, были приняты меры для поощрения притока прямых иностранных инвестиций.

В 1997 г. введены показатели для сведений обо всех инвестициях в Россию из-за рубежа и инвестициях из России за рубеж.

На уровень иностранных инвестиций в экономику страны существенное влияние оказывает общий уровень развития правовой системы, особенно в части экономических разделов права: гражданского, финансового, налогового. Стабилизации правового климата способствовало принятие Гражданского, Налогового, Таможенного и Бюджетного кодексов Российской Федерации, а также ряда других важнейших правовых норм.

В 1999 г. были приняты федеральные законы «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» и «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации». Данные законы закрепили за иностранным инвестором следующие гарантии:

- инвестору гарантируется полная и безусловная защита его прав и интересов, а также право на возмещение возможных убытков, причиненных незаконными действиями государственных органов различного уровня;
- ему гарантировано осуществление инвестиций на территории Российской Федерации в любых формах, не запрещенных законодательством. Вклады инвесторов в уставный капитал оцениваются в валюте Российской Федерации;
- имущество иностранных инвесторов и предприятий с иностранными инвестициями не может быть национализировано;

но или реквизировано (кроме случаев, предусмотренных федеральными законами либо международными договорами Российской Федерации). В случае реквизиции инвестору или предприятию с его участием гарантируется выплата стоимости реквизируемого имущества, а при национализации — возврат стоимости национализируемого имущества и других убытков;

- иностранным инвесторам предоставляется гарантия от неблагоприятного изменения законодательства Российской Федерации;
- инвестору гарантировано право на свободное использование доходов (после уплаты предусмотренных законодательством налогов и сборов) на территории Российской Федерации для их реинвестирования или иных целей, а также право на вывоз в иностранной валюте.

Законодательством предусматривается льгота по уплате таможенных пошлин в отношении товаров, вводимых на таможенную территорию Российской Федерации в качестве вклада в уставные капиталы предприятий с иностранными инвестициями (ПИИ), а также вывозимых этими предприятиями отдельных товаров собственного производства в случаях, предусмотренных соглашениями о разделе продукции, или в течение периода окупаемости иностранных инвестиций. Таким образом, инвесторы этих предприятий ввозят имущество, предназначенное для уставных капиталов ПИИ, беспошлинно. При этом следует учитывать ранее установленные правила: ввозимые товары должны относиться к основным производственным фондам, не быть подакцизными, срок их ввоза не должен превышать одного года с момента регистрации ПИИ. Эти же инвесторы имеют возможность беспошлинного (или по сниженным ставкам) вывоза произведенных или в достаточной степени переработанных продуктов (если вывозные пошлины на такие товары установлены).

Льготы и определенные гарантии иностранным инвесторам могут быть предоставлены субъектами Российской Федерации, которые могут осуществлять финансирование и оказывать другие виды поддержки за счет средств бюджетов и внебюджетных средств. Такая деятельность практикуется российскими регионами: более 30 субъектов Российской Федерации имеют свои законы или законодательные акты.

Высокая потребность технического перевооружения российской промышленности может быть удовлетворена, в том числе с ис-

пользованием лизинга. В Законе о лизинге предусмотрены некоторые меры государственной поддержки деятельности лизинговых компаний: разработка и реализация лизинговых программ на федеральном уровне и в регионах; предоставление инвестиционных кредитов; получение лизинговыми предприятиями государственного заказа на поставки товаров для государственных нужд; финансирование из федерального бюджета и предоставление государственных гарантий лизинговым проектам, в том числе с участием фирм-нерезидентов, и др. На получение кредита могут рассчитывать прямые иностранные инвесторы, осуществляющие техническое перевооружение производства, внедренческую или инновационную деятельность, выполнение важных заказов по социально-экономическому развитию региона.

В настоящее время действующее законодательство охватывает все важнейшие области права, интересующие иностранных инвесторов: налогообложение, трудовое законодательство, приобретение и аренду собственности, таможенные тарифы и внешнюю торговлю, защиту прав интеллектуальной собственности, финансовый рынок и рынок ценных бумаг, антимонопольные требования, приватизацию предприятий, механизм регулирования разногласий.

Однако в международных деловых кругах Россия не считается выгодным объектом для инвестирования. Формирование эффективного режима функционирования иностранного капитала в России может идти двумя путями:

1) путем предоставления отдельным инвесторам индивидуальных льгот при сохранении общего запретительного характера инвестиционного климата в стране, который пока преобладает, но не является стратегическим;

2) путем повышения общей привлекательности инвестиционного климата, при котором индивидуальные льготы не потребуются и который способен вывести страну из инвестиционного кризиса.

Поэтому разработку и принятие нормативных актов, регулирующих правовые отношения в области рынка иностранного капитала, необходимо осуществлять по двум основным направлениям:

1) замена ранее принятых нормативных актов на более совершенные, отвечающие потребностям современного экономического развития страны;

2) разработка актов в новых областях.

В процессе привлечения иностранных инвестиций существенная роль принадлежит международным экономическим организациям, в том числе МВФ, Международному банку реконструкции и

развития (МБРР), Международной финансовой корпорации (МФК), Международной ассоциации развития (МАР), Многостороннему агентству гарантирования инвестиций (МАГИ), Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Европейскому банку реконструкции и развития (ЕБРР). Ими разработан ряд нормативных документов, регламентирующих принципы международного инвестирования. Рекомендации этих организаций являются для стран, желающих стимулировать привлечение иностранных инвестиций, обязательными требованиями, которые они должны отразить в своем законодательстве. Кроме того, учитываются условия международных соглашений.

С одной стороны, приведение национального законодательства в соответствие с требованиями международных соглашений способствует формированию единого инвестиционного пространства с общими унифицированными нормами, гарантирующими соблюдение интересов как инвестора, так и принимающей стороны. Примерами могут служить соглашение о поощрении взаимной защиты инвестиций, договор об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонений от уплаты налогов, договор к Энергетической хартии, конвенции о порядке разрешения инвестиционных споров, учреждении многостороннего агентства по гарантиям инвестиций.

С другой стороны, принятие законодательных норм, соответствующих международным нормам, часто идет вразрез с устойчивым долгосрочным развитием национальной экономики, отказом от части экономической независимости, подчинения экономической политики международным, а не национальным интересам.

5.3. Механизмы, инструменты и технологии заимствований на внешнем рынке капитала

Мировая и национальные экономики не могут устойчиво развиваться, если не используют для процессов развития одну из трех точек опоры. Первая точка — это рынок товаров, или потребительский рынок. Без него нет спроса, а соответственно нет стимулов и средств для развития экономики. Вторая точка — это рынок капитала. Без него нельзя рассчитывать на полноценные и долгосрочные инвестиции в те отрасли, которые выпускают продукцию, необходимую для потребительского рынка. Третья точка —

это финансовая система, способная быстро и надежно рефинансировать тот бизнес, который нуждается в средствах для роста доходности, капитализации и конкурентоспособности. Это бизнес, который уже востребован рынком и нуждается во внешних заимствованиях для дальнейшего развития, т.е. в полноценных и долгосрочных инвестициях.

Такие инвестиции можно купить на своем рынке, если финансовая система способна проводить вложения в действующий бизнес, или на внешнем рынке капитала. Однако экономика устроена таким образом, что наиболее дешевые долгосрочные инвестиции и любые формы займов под низкие проценты можно получить на рынках капитала наиболее развитых стран, где финансовая система представляет собой взаимосвязанную устойчивую конструкцию банков, инвестиционных фондов прямого инвестирования, организаторов инвестиций, профессиональных управляющих, плейсмент-агентов по распространению активов, администраторов, кастодианов, юридических системных интеграторов, групп поддержки инвестиций, а также саморегулируемых международных юридических, менеджерских, консалтинговых операторов, специализирующихся в сфере международного инвестирования.

В России такие инфраструктурные решения финансовой системы отсутствуют, что приводит к высоким рискам, а займы настолько дороги, что даже с учетом издержек при заимствованиях с внешних рынков капитала не могут конкурировать с последними.

Инвестиционный блок стран ВТО объединяет мировые инвестиционные ресурсы через множество форм инвестиций в экономику и связывает финансовые рынки разных стран в общий рынок инвестиций, емкость которого составляет не менее 1—2 трлн долл. США. Естественно, значительную часть этих ресурсов потребляют страны с полноценной рыночной экономикой, например, США, Великобритания, Германия и Швейцария. Однако имеется избыток, который может быть использован другими странами, заинтересованными в росте своей конкурентоспособности. На этом рынке многие страны, входящие в ВТО, приобретают возможность доступа к душевым и «длинным» деньгам, в которых остро нуждается конкурентоспособная экономика. Здесь важно понять те механизмы, которые связывают разные финансовые рынки стран ВТО в единую инвестиционную машину, обеспечивающую быстрое перетекание инвестиций с продвинутого рынка на развивающийся рынок, и вынуждают коммерческие банки постоянно повышать свое мастерство и отходить от вековых традиций депозитного бизнеса.

Международные займы для синдикатов заемщиков. Частные инвестиционные банки охотно используют государственные гарантии для кредитования экспорта товаров в другие страны, так как это очень выгодный бизнес. Также они стремятся кредитовать заемщиков напрямую, переводя деньги на их счета. Это экономит их издержки, хотя и несколько увеличивает кредитные риски. Если заемщик принадлежит к развитому рынку капитала, то особых проблем с кредитованием под залог не возникает. Процедуры упрощены и осуществляются в течение одной недели. Аудит проводится кредитором за счет его будущей прибыли, и его стоимость не превышает 0,1% суммы кредита. Развитая финансовая система позволяет легализовать залог, т.е. хранить его в одной стране, а получать кредит в другой.

Если заемщик является резидентом России или стран СНГ, то несвязанность финансовых рынков этих стран и отсутствие полноценного рынка ценных бумаг отрицательно влияют на схему финансирования проектов и сильно ее усложняют. Возникает другой пласт отношений между заемщиком и кредитором, поскольку в той или иной форме заемщик должен делиться с многочисленными посредниками и кредитором частью своей собственности, отчужденной в залог. Кроме того, кредитор вправе существенно завышать проценты за пользование кредитом и лимиты кредитования в случае отсутствия у заемщиков кредитных историй, независимо от инвестиционной привлекательности проекта. В результате банк может заплатить за право выдачи кредита (отчисления в резерв, аудит, страхование, затраты на содержание) такие деньги, что теряет интерес к проекту.

В этом случае банки пытаются напрямую или через международные финансовые институты (Европейский банк реконструкции и развития, Мировой банк) прибегать к методам диверсификации заемщиков с разными траекториями рисков в разных регионах и предоставлять кредиты синдикатам других банков в стране заемщика. Такие кредиты получили название синдицированных.

Обычно в Российской Федерации в синдикат объединяются 5—10 участников с растущим бизнесом. Выгоднее продавать синдицированный кредит на сумму не менее 100 млн долл. США. В этом случае международные финансовые институты выступают в качестве оптовых покупателей кредитов у частных и государственных банков в разных странах и занимаются их размещением среди многочисленных розничных покупателей этих кредитов.

Ту же самую функцию выполняют многочисленные кастодиальные банки, более жестко привязанные к фондовым рынкам мира с разными траекториями цен на инвестиции и ценные бумаги. В этом смысле они в качестве оптовых покупателей не только денег, но и большого числа фондовых инструментов, обладают более крупными финансовыми ресурсами, нежели международные финансовые институты и могут позволить себе существенное снижение стоимости ресурсов для конечных покупателей на развивающихся рынках.

Чем больше связаны финансовые рынки стран, чем активнее действуют крупные игроки — кастодиальные банки, тем меньше процентные ставки таких кредитов. Часто к синдицированным кредитам кастодиальных банков прибегают и международные финансовые институты, работающие на рынке Российской Федерации. В лучшем случае процентные ставки кастодиальных банков не превышают ставок ЛИБОР (2—3% годовых). Следовательно, первоочередной задачей при привлечении таких заимствований является создание условий розничной торговли кредитами, при которых ставки возрастали незначительно, а для этого нужны соответствующие инфраструктурные решения кастодиальных технологий. Здесь мы подходим к проблеме заимствований «кредитор — заемщик», которая требует постоянного переосмысления с развитием банковских технологий. Она решается по-разному разными типами банков, использующих разные типы финансовых рынков, в экономике с разными макроэкономическими показателями. Поэтому нельзя однозначно определить, какую схему кредитования заемщика следует применять в том или ином случае. Однако существуют определенные принципы, единые для всех схем: достаточность и прозрачность капитала заемщика, понимание сути перспективности его бизнеса и границы увеличения дохода при использовании заемных средств, ликвидность залога, а также объективность организационных, финансовых и экономических показателей. Значительная часть российского бизнеса не отвечает этим требованиям, что оборачивается повышенными требованиями к доле валютной выручки в долларах США, время организации таких программ увеличивается до двух — четырех месяцев, устанавливаются жесткие лимиты и сроки возврата долга, высокие (8—10%) ставки и издержки (1,5—2% объема кредитов), что составляет стартовые затраты в 100—150 тыс. долл. США.

Облигации как инструмент займа на внешнем рынке капитала¹ для российского бизнеса. Облигации, как уже говорилось ранее, долговой инструмент, конвертирующий долг в ликвидность. Допустимый объем облигационного займа не более 10—15% годового оборота компании или банка. Заемщик может выпустить *обеспеченные* или *необеспеченные облигации* (*secured and unsecured bonds*) от своего имени, если это имя известно в финансовом мире и достаточно престижно. При этом он может взять на себя обязательство погасить свой долг активами, которыми он владеет (акции, недвижимость, оборудование и т.д.). В трудное для себя время заемщик может выпустить *доходные облигации* и продать их с дисконтом трейдерам. Если он работает в системе взаимосвязанных мировых рынков долгового капитала, то доходность этих бумаг не будет превышать 3—4% годовых, если нет, то доходность увеличится до 10—14% годовых. Кроме того, заемщик может выпустить в публичное обращение *конвертируемые облигации*, которые передают право на владение акциями компании. В этом случае рыночная стоимость акций может намного превысить стоимость конвертации.

Практически в облигации может быть конвертирован любой капитал, и этот инструмент может публично покупаться на долговом рынке. Он не посягает на собственность заемщика как акционерный капитал. В то же время этот инструмент доступен как крупному и среднему, так и мелкому бизнесу.

Всего в международных агентствах по займам зарегистрировано 30 тыс. видов облигаций.

Фактически применение этих инструментов связано с решением другой проблемы заимствований по линии «эмитент — инвестор». Поэтому при работе с внешним рынком капитала в долговом секторе требования к раскрытию информации существенно выше, чем при синдицированном кредитовании. Срок подготовки такой программы занимает в Российской Федерации в среднем полгода. Большинство программ, связанных с размещением пятилетних облигационных займов, предусматривает доходность этих бумаг в размере 6—8% годовых в валюте.

Занимаются этим многие инвестиционные компании, фонды, банки, власти, стратегические инвесторы, а привлекает их то, что обеспечения активами не требуется. Риск (доход), закладываемый

¹ Овчинников В.В. Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг / Global Custody. М. : Солид Консалтинг, 1998.

в стоимость займа, не превышает кредитный риск, основанный на кредитной репутации заемщика синдицированного кредита. Организаторы займов в России требуют от заемщиков подтверждения возможности обслуживания (финансирования и рефинансирования) долга в сумме 200—300 млн долл. США в год.

Кроме того, размер бизнеса, под который выпускается облигационный заем, должен быть достаточным для генерации денежных потоков в те же 200—300 млн долл. США. Требуется представление отчетности за последние два-три года в стандартах IAS или GAAP.

Основные затраты на организацию программ состоят из оплаты работы многочисленных юристов, аудиторов, налоговых консультантов и составляют порядка 700—800 тыс. долл. США. В системе взаимосвязанных финансовых рынков эти затраты на порядок меньше. Кроме того, там легче найти партнеров по займу и перенести на них часть своих затрат. Рекомендуется большое внимание обращать на рыночные цены размещения облигаций, а не только на те цены, которые называет организатор займа, стремящийся заработать на этом бизнесе даже в ущерб своим клиентам. Это типичная ошибка российских заемщиков ценой в несколько десятков миллионов долларов США, теряемых российским бизнесом ежегодно.

Последнее время покупатели облигаций стали обращать внимание на сертификацию системы менеджмента качества услуг и продукции заемщика. Это прежде всего относится к корпоративным облигациям, обеспеченным и необеспеченным облигациям. К основным покупателям таких инструментов относятся консервативные пенсионные фонды, инвестиционные банки и фонды, а также страховые компании. Эти участники и образуют категорию стратегических инвесторов на фондовом рынке.

Управление активами с целью повышения их рыночной стоимости¹. Прямые стратегические инвестиции не идут в настоящее время в полном объеме в реальную экономику из-за высоких рисков реального сектора. Эти риски образуются как по объективным, не зависящим от предпринимателей причинам, так и по причине низкой капитализации и профессиональной неспособности банковского сектора Российской Федерации осуществлять долгосрочные вложения в экономику без надежных внешних гарантий.

¹ Овчинников В.В. Основы глобализации инвестиционного бизнеса. М. : МКЦМ, 2002.

Поэтому, безусловно, нужно менять стратегию и решать проблемы, накопившиеся за эти годы и связанные с политической нестабильностью в стране, налоговой политикой, защитой прав инвесторов, прозрачностью и повышением ответственности бизнеса и т.д. Естественно, что решение этих проблем носит долгосрочный характер. Пока это делается, частичного снижения рисков можно добиться использованием наработанных мировой практикой механизмов управления масштабными рыночными рисками и издержками инвесторов и заемщиков, а также созданием новых форматов эффективного бизнеса, интегрированного в общемировую систему инвестиций.

Эти возможности дает современный рынок ценных бумаг. Он уже давно превратился в мировую кассу взаимопомощи многих стран мира и доминирует в финансировании роста мирового ВВП. Чем выше эффективность использования финансового ресурса мирового рынка ценных бумаг, тем меньше стоимость финансовых инструментов, используемых для получения «длинных» денег.

Для того чтобы эффективно использовать механизмы публичного обращения ценных бумаг с целью формирования финансовых ресурсов рынка ценных бумаг, нужно научиться переоформлять активы в ценные бумаги, публично продаваемые и покупаемые на бирже или в системе внебиржевых институтов, превращая средства производства, нематериальные активы в мощный инвестиционный рычаг для развития бизнеса.

Для этого нужно научиться применять современные методы оптимального управления активами. Это делается в целях роста доходности активов, их ликвидности и рыночной стоимости или капитализации (формула бизнеса нехитрая — взять активы дешевле и разместить их на рынке дороже). Из российских наработок здесь следует выделить размещение активов на фондовом рынке США в форме американских депозитарных расписок. К этому инструменту прибегает крупный бизнес, способный потратить 20 млн долл. США на раскрутку и эксплуатацию этих проектов (оплата труда юристов, аудиторов, андеррайтеров, организаторов программ, регистрационные сборы биржи и Комиссии США по ценным бумагам, расходы на рекламу). Прозрачность бизнеса должна быть подтверждена финансовой отчетностью по международным стандартам за последние два-три года, поскольку здесь действуют наиболее строгие для иностранцев требования по линии «российский эмитент — американский инвестор». Как правило, капитализация такого бизнеса составляет 500 млн долл. США и есть возмож-

ность вовремя информировать своих многочисленных инвесторов в США о важных событиях в компании. Срок организации такой программы составляет от 15 месяцев до полутора лет. Естественно, подавляющая часть бизнесменов в России не может себе этого позволить.

Однако в России уже накоплен пятилетний опыт работы с технологиями первого уровня по выпуску в обращение американских депозитарных расписок (АДР), при этом главную роль играют иностранные инвестиционные банки и небанковские учреждения, аккредитованные в России и выступающие посредниками в инвестиционном бизнесе с активами российских компаний. Они принимают активы в доверительную собственность с целью привлечения под нее инвестиций на рынке США. За российские риски они забирают до 70% выручки от продажи бизнеса и активов за рубежом. В связи с этим продавать свой готовый бизнес целиком или по частям с помощью этих технологий невыгодно, хотя сейчас это можно сделать через любую иностранную инвестиционную компанию. На предоставлении услуг подобного рода специализируются не более десяти российских компаний. Полноценно же из них работают одна-две компании. Продажами готового бизнеса эти компании не занимаются, а торгуют только АДР российских компаний, занимаясь в основном спекуляциями в течение нескольких торговых дней на рынке США.

Менее известны в Российской Федерации технологии с доступом второго уровня. Отдельные российские брокерские компании берут в аренду телекоммуникационные системы прямого доступа Electronic Communication Networks (ECN) к ресурсам инвестиционных банков, аккредитованных в США. Такой доступ на порядок дешевле его предыдущего, но ограничивает возможности российских компаний по выходу на другие рынки, интегрированные с рынком США. Так, если в течение одного торгового дня необходимо в онлайн-режиме краткосрочных и долгосрочных спекуляций продавать и покупать акции российских и иностранных компаний или найти покупателей готового бизнеса сразу на нескольких торговых площадках (в Европе, Юго-Восточной Азии, США), то с помощью технологий ESN это сделать практически невозможно.

Самые небольшие издержки (на несколько порядков меньшие по сравнению с технологиями первого уровня), риски и самые широкие возможности работы с рынками всего мира имеют технологии третьего уровня через международную онлайн-систему

поставок ценных бумаг против платежей INTERSETTLE. Эти технологии более эффективно применяют онлайн-механизмы продажи активов и готового бизнеса с целью роста рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности бизнеса. Они пригодны для стран, где из-за высоких рисков и издержек традиционные технологии продаж и инвестиций не работают или работают плохо. Именно эти технологии позволяют работать в течение одного торгового дня сразу на нескольких рынках мира в онлайн-режиме, а это — путь к самым низким рискам, поскольку, чем к большему числу рынков имеет прямой доступ продавец, тем больше разница траекторий цен на бизнес на различных рынках, что приводит к снижению рисков покупателей. В связи с этим конкурентоспособность покупателей готового бизнеса в этой системе самая высокая, и они способны продавать его клиентам, подключенным к системам прямого доступа второго или первого уровня.

Повышение уровня доступа означает для продавца готового бизнеса обилие выгодных покупателей, для заемщика — это появление новых инвестиционных возможностей и новые рейтинги, часто более высокие, чем страновые, снижение стоимости ресурсов и выход на все мировые рынки активов, в том числе и нематериальных.

Методы оценки рыночной стоимости собственности, переводимой в материальные активы предприятий и кредитных учреждений, в Российской Федерации на основе фондовых инструментов¹. Благодаря этим методам инвесторы через механизмы листинга ценных бумаг получают значительно более полную и достоверную информацию о собственности своих бизнес-партнеров и способны на базе этой информации применять вышеуказанные механизмы управления рисками, рассредоточив в своих портфелях ценные бумаги с множества рынков Европы, Юго-Восточной Азии, Северной и Южной Америки, Африки и т.д. Иными словами, доверительное управление активами тесно связано с залоговыми операциями, но при этом возникают вопросы, связанные с рыночной оценкой стоимости собственности, переводимой в материальные активы.

Эта тема имеет важное значение в новом формате инвестиционного бизнеса благодаря использованию механизмов обращения

¹ Овчинников В.В. Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг / Global Custody. М. : Солид Консалтинг, 1998.

ценных бумаг на бирже для использования активов в качестве залога или для продажи доли или всего бизнеса. Мировые рынки торговли активами, дающие ориентиры их рыночной стоимости, имеют свои особенности. Так, швейцарский рынок наиболее продвинут в бизнесе с корпоративными и банковскими долговыми обязательствами. Рынок Германии более эффективен для оценки рыночной стоимости крупных пакетов акций, используемых в качестве залога для получения кредитов или для инвестиций в эти пакеты акций со стороны других корпораций. Рынок США используют в основном для оценки рыночной стоимости небольших пакетов акций, которые продаются физическим лицам.

Главным моментом при переоформлении активов в ценные бумаги является листинг эмиссии бумаг с учетом:

- **детального финансового анализа инвестиционной перспективности предприятия для крупных и мелких инвесторов с помощью специальной методики, соответствующей требованиям стандартов стран ЕС и США;**
- **сортировки предприятий по категориям инвестиционной перспективности, учитывающим их ликвидность, доходность и рыночную стоимость;**
- **внешнего аудита и учета оплаченного акционерами уставного капитала, проспекта эмиссии, отчета об итогах эмиссии ценных бумаг, бухгалтерского баланса и установленной финансовой отчетности с выделением показателей финансово-хозяйственной деятельности за последний финансовый год;**
- **всех характеристик эмитента.**

По этим стандартам осуществляется рыночная оценка залога, составляющая основу для эмиссии ценных бумаг. Далее следует листинг эмиссионных ценных бумаг с целью проверки правомочности выпуска таких бумаг в публичное или частное обращение. Не нужно забывать и об аудиторских продуктах, подтверждающих инвестиционную привлекательность эмитента и гарантирующих достоверность информации.

Кроме того, для успешного переоформления активов в ценные бумаги нужна тщательно проработанная нормативная база, отвечающая требованиям международных стандартов. Особенно это касается процедур выделения кредитными учреждениями лимитов, а заемщиками — соответствующих залогов для получения твердых банковских гарантий под конкретный выпуск в обращение ценных бумаг.

Международная легализация залога. В залоге активы сортируются по их ликвидности, доходности и рыночной стоимости на текущий момент времени. При этом держатель фонда старается передать в залог в первую очередь те активы, которые приносят убытки и не способны в ближайшее время приносить твердые доходы. Система взаимосвязанных рынков дает эту возможность, особенно в части экономии тех активов, которые могут приносить ощутимые доходы в ближайшие месяцы и годы, имеют высокую ликвидность и рыночную стоимость.

Проблемы международной легализации залогов имеют исключительное значение для применения различных форм залогового кредитования. При этом основная борьба идет за две основные формы инвестиций: либо путем получения кредитов под залог, либо путем продажи доли или всего акционерного капитала.

Естественно, что в обеих формах инвестиций необходимо создавать оптимальные условия для снижения издержек. Особенно это касается покрытий в случае залогового кредитования и издержек, связанных с комиссиями за продажу активов на внешнем рынке капитала.

Переоформление долговых платежей в ценные бумаги. Проблема внешней задолженности компании или страны в целом является приоритетной, и без соответствующей долговой стратегии и создания современных механизмов управления внешними долгами ни отдельно взятая компания, ни страна не могут ни развиваться, ни существовать. Особенно значение этой проблемы растет в связи с глобализацией мировой экономики, транснационализацией механизмов конвертации долгов в те или иные инвестиционные активы по единым стандартам. К сожалению, в Российской Федерации создана бюрократическая система управления долгами, не уменьшающая, а, наоборот, постоянно увеличивающая государственный внешний долг и корпоративные долги. Это происходит вследствие того, что инерция принятия решений по долговым выплатам приводит к невыгодным для страны долговым платежам, создает пиковые долговые ситуации, постоянно граничащие с дефолтом.

Такая система не способна эффективно управлять ни внешним долгом, ни корпоративными долгами, поскольку лишена возможности эффективно использовать рыночные долговые инструменты и ситуации в свою пользу и с большим (более 50%) дисконтом выкупать на биржах собственные долги.

В инвестировании на внешних рынках капитала необходимо учитывать процессы, профессионально решающие три блока задач по управлению долговыми платежами, в частности:

1) инвентаризации заимствований как отдельных компаний и банков, так и стран в целом, в стандартах, принятых в программах учета, контроля и управления, обеспечивающих автоматизацию составления правил, сумм и графика долговых платежей;

2) секьютизации долговых обязательств по стандартам, допускающих выкуп полностью или части долгов самим дебитором или по его поручению с минимальными транзакционными издержками;

3) осуществления долговых платежей через международные расчетно-платежные системы, документально протоколирующие каждый шаг плательщиков (дебиторов) и кредиторов (получателей платежей).

Решение первого блока задач позволяет из самых разных международных информационных и аналитических источников, включенных в орбиту действия системы Global Custody, получать аналитические материалы о рисках рынков долговых обязательств и наступлении сроков платежей по обязательствам как для кредиторов, так и для дебиторов, независимо от страны их пребывания и статуса. Многие из этих материалов поступают из таких авторитетных источников, как Международное агентство по рынку ценных бумаг в Швейцарии — TELEKURS и в США — EDGAR, рейтинговое агентство Moody's. Большую роль в информационном обеспечении играет корпорация INTERSETTLE, снабжающая своих клиентов информацией о надежности бизнес-партнеров на основе анализа банковских счетов дебиторов и кредиторов.

Переоформление систем электронной коммерции и бизнеса в залоги и активы, торгуемые на бирже. Главная задача повышения инвестиционной привлекательности этого бизнеса заключается в убежденности инвестора в перспективе роста стоимости активов и их ликвидности в залоге. При решении данной задачи инвестор исходит из того, что бизнес заемщика будет расширяться, а издержки — снижаться с помощью систем е-коммерции и е-бизнеса.

Опыт разработки такой системы для Швейцарии показал, что торгово-закупочным организациям предоставляются следующие возможности: нормальная расчетная палата, кредиты для покупок и страхование коммерческих рисков в любой стране.

Благодаря этой системе товаропроизводитель получает прямой выход на покупателя его продукции, который может заказывать товары с некоторыми модификациями. Таким образом осуществляется вхождение корпораций в период массового производства оригинальной продукции для конкретного покупателя.

От влияния интернет-бизнес-технологий (ИБТ) выигрывает фондовый рынок страны, на котором обращаются секьюритизированные долговые обязательства, неизбежно возникающие как у продавцов, так и у покупателей, в период финансового развития рыночной экономики страны. Инвесторы привлекаются в эту сферу прежде всего благодаря большим прибылям, которые они зарабатывают на росте котировок акций интернет-компаний и реальной экономики страны. В результате растет рынок акций высокотехнологичных компаний, привлекающий дополнительные инвестиции в этот бизнес.

Предпродажная подготовка или переоформление активов, состоящих из систем электронной коммерции, в залоговое покрытие кредитных рисков. Укрупнение и модернизация производства в Российской Федерации требуют существенных инвестиций. Последние в свою очередь зависят от инвестиционного климата в стране и прозрачности процедур заимствования и целевого расходования средств на конкретном предприятии. Известно, что отечественный бюрократический аппарат не имеет ни опыта, ни институтов, пригодных для нормального инвестиционного бизнеса в сфере высоких технологий. Кроме того, он характеризуется в мировом бизнесе высоким уровнем коррупции и отсутствием практики корпоративного управления по мировым стандартам. Эти обстоятельства являются причиной удорожания заимствований для государства на зарубежных рынках капитала.

Поэтому частный бизнес в Российской Федерации, занимающийся высокими технологиями и обладающий высокоинтеллектуальной собственностью, а также заинтересованный в повышении уровня сервиса, расширении ассортимента продуктов, улучшении их качества, вынужден привлекать внешние инвестиции, полагаясь на свою репутацию и инвестиционную привлекательность, а также повышая эффективность управления своими активами, состоящими из высокоинтеллектуальной собственности. Одним из эффективных путей размещения таких активов является международный фондовый рынок.

Работа частного российского заемщика на фондовом рынке — это прежде всего цивилизованный способ привлечения инвести-

ций для выпуска новой продукции или расширения рынка сбыта на основе хорошо формализованных, понятных и отлаженных процедур заимствований у частных лиц под залог высокоинтеллектуальной собственности, ликвидной на внешних рынках. Поскольку таких лиц и возможностей значительно больше за рубежом, то деньги следует искать там с помощью эмиссии акций, учитывающих рыночную стоимость высокоинтеллектуальной собственности.

Однако публичное размещение акций на фондовом рынке связано с дополнительными расходами, обусловленными различием стандартов инвесторов и заемщиков и поглощающими значительные ресурсы заемщиков и эмитентов акций. Выгоднее занимать там, где меньше бремя государства в экономике, налоговая нагрузка на население и бизнес, внешний и внутренний долги государства. Чем меньше различие в стандартах высоких технологий и высокоинтеллектуальной собственности в залоге для инвесторов и заемщиков, тем меньше риски, а следовательно, и издержки инвесторов, заемщиков, поставщиков и потребителей продукции. Другой стороной инвестиционной привлекательности бизнеса является достижение западных стандартов эффективности по уменьшению затрат на единицу производимой продукции. Такой успех может быть достигнут путем западных методов менеджмента с российскими условиями с освоением новых областей коммерческой деятельности (электронной коммерции, торговли новыми информационными продуктами).

Широкое внедрение в практику бизнеса интернет-технологий и систем электронной коммерции улучшит: средний срок поставки продукции и управление отношениями с потребителями и поставщиками продукции; стратегическое планирование; добросовестное акционерное управление; рост доверия инвесторов к российскому менеджменту; прозрачность и оптимальность структуры собственности и управления; маркетинговую политику и логистику менеджмента.

Таким образом, включение в состав высоколиквидных активов, размещаемых российским бизнесом на внешних рынках, информационных технологий дает шанс российским заемщикам одновременно повысить свою инвестиционную привлекательность и решить ряд проблем по повышению эффективности управления активами и производством товаров.

При этом описание бизнеса на основе общепринятого порядка и регламента обслуживания счетов ДЕПО в депозитарии для вексельного обращения как актива ничего не стоит, поскольку не па-

тентуется и сокращает издержки только в виде отсутствия всяких штрафов и дополнительных пошлин. В том случае, если точно такие же порядок и регламент обслуживания счетов материализованы в конкретной системе эффективного управления базами данных Oracle, использующей многоуровневые интернет-технологии, улучшающей обслуживание клиентов и бизнес в целом, а следовательно, и снижающей издержки как организации, так и ее клиентов, то стоимость такой системы как актива может быть очень высока. Однако в этом случае поставщик интернет-технологий обслуживания клиентов должен следовать определенным правилам и стандартам, принятым потенциальным покупателем такой системы, т.е. страны, которой предлагаются такие технологии, особенно в части снижения рисков потери бизнеса из-за плохой работы с клиентами.

Кроме того, необходимо учитывать требования к стандартным проектным решениям систем электронной коммерции, устраивающие как потенциальные информационные активы в залоге иностранных инвесторов из стран ЕС и Швейцарии.

Банковские международные гарантии для инвесторов и кредиторов. Данные инструменты особенно важны для рынков с переходной экономикой. Знать о них необходимо при рассмотрении вопросов привлечения инвестиций. Лизинг или покупка банковской гарантии связаны с использованием многочисленных банковских залоговых инструментов. Существуют два варианта лизинга или покупки банковских гарантий:

- 1) без применения технологий Global Custody;
- 2) с применением технологий Global Custody.

Проблема состоит в том, что без технологий Global Custody вследствие возрастания рисков цена инструментов увеличивается примерно на порядок. Объясняется это низкой капитализацией, привлечением большого числа высокооплачиваемых посредников, недостатком информации об участниках, невысоким уровнем корпоративного управления инструментом и, как следствие — ростом величины страхового депозита.

Соответственно растет цена гарантий и, как следствие — транзакционные издержки (процентные ставки кредитов, уменьшение доходной части проекта и т.д.).

В конечном счете эта цена не устраивает ни инвестора, ни заемщика, поскольку доходная часть снижается, а расходная возрастает, превышая доходную часть. Поэтому основное требование при

выборе банка-гаранта — умение эффективно работать с технологиями Global Custody. В противном случае он становится дополнительным бенефициаром и посредником сделки, удорожающим инструмент. Кроме того, необходимо помнить, что у крупнейших западных субкастодиальных банков есть партнерские отношения со специально созданными *Russia dedicated funds* — фондами, обязанными инвестировать свои активы в российские ценные бумаги, особенно связанные с проектами кредитования высоких технологий, создающих высокоинтеллектуальную собственность. На другие рынки их просто не пустят. При этом формирование доходной и расходной частей проекта осуществляется следующим образом.

Доходная часть проекта формируется следующим образом: на страховой депозит положено 8 млн долл. США под доходность 20% годовых с ежегодным доходом 1600 тыс. долл. и ежемесячным доходом 133 тыс. долл.

Расходная часть включает в себя следующие издержки: выплаты по кредиту 8 млн долл. под 1% годовых составят ежегодно: $8 \text{ млн долл.} : 10 + 8 \text{ млн долл.} \times 0,01 = 880 \text{ тыс. долл.}$ Ежемесячно выплаты соответственно составят: $800 \text{ тыс. долл.} : 12 + 80 \text{ тыс. долл.} : 12 = 72,6 \text{ тыс. долл.}$ Чистая прибыль заемщика от применения данного инструмента равна: $133 \text{ тыс. долл.} - 72,6 \text{ тыс. долл.} = 60,4 \text{ тыс. долл.}$ ежемесячно.

К этой выгоде следует добавить снижение гарантийного взноса с 3 до 0,05% и гарантию первоклассного западного банка в 16 млн долл., позволяющую заработать банку-кредитору сумму (при выдаче кредита в 16 млн долл. под 6% годовых) в 960 тыс. долл. ежегодно плюс привлекаемые под эту гарантию деньги частных вкладчиков плюс средства на счетах корпоративных клиентов. Деньги на страховой депозит может зачислить один клиент банка-кредитора, а получить его кредит — другой клиент, выплачивать проценты банку-гаранту — третий и т.д.

В итоге ежегодная прибыль банка-кредитора составит примерно 1680 тыс. долл. Это означает, что расходы на инфраструктуру Global Custody банка-кредитора в сумме 570 тыс. долл. окупятся в течение полугода, а капитализация его возрастет многократно при реализации одновременно нескольких подобных проектов и умелого управления их рисками.

Наиболее перспективным направлением, снижающим рыночные риски и издержки системообразующих институтов в инвестиционном бизнесе, является долгосрочный лизинг банковского за-

логового инструмента. Обычно такой лизинг сводится к сдаче банком-гарантом банковской гарантии в аренду заемщику на длительный срок с постепенными выплатами залога в соответствии с кредитным соглашением. Такой лизинг выгоден банку-гаранту, увеличивающему свой капитал, заемщику, получающему гарантию первоклассного банка под привлечение инвестиций, и поставщику — организатору инструмента, гарантирующему целевое использование займа и снижение кредитных рисков. В идеале при использовании технологий Global Custody схема инвестиционного бизнеса ограничивается этими системообразующими институтами, поскольку гарантирует риски на заданном уровне. Заемщик, подключенный к инфраструктуре Global Custody, секьюритизирует свои активы и передает их в залоговый фонд провайдеру-организатору и поставщику залогового инструмента. Последний передает залог в распоряжение банка-гаранта в обмен на предоставление последним банковского залогового инструмента в долгосрочный лизинг. Под гарантию заемщик привлекает инвестиции через свой банк, который следит за правильностью расходования средств и возвратом кредита инвестору.

Если системообразующие институты не работают с технологиями Global Custody, то лимиты на залоговые инструменты им выдаются более сложным путем и число таких институтов из-за этого неизбежно увеличивается, а следовательно, увеличиваются издержки и риски бизнеса.

Наиболее выгодный инвестиционный бизнес в настоящее время и в ближайшем будущем — реализация заемщиком системы электронной коммерции с последующей ее секьюритизацией в высоколиквидные активы заемщика.

Следует отметить, что при выполнении соответствующих стандартов и правил секьюритизации информационные интернет-активы (системы электронной коммерции) не подвержены старению и со временем увеличивают свою рыночную стоимость и ликвидность более быстрыми темпами по сравнению с остальными активами. В то же время в аналогичных условиях наличность подвержена инфляции, хотя и сохраняет свою высокую ликвидность. Поэтому совокупность таких информационных активов является наиболее выгодным для кредитора и заемщика залогом, снижающим кредитные риски обеих сторон и совершающим переворот в банковском бизнесе.

Заемщик передает эти активы в залог своему провайдеру — организатору инвестиционного бизнеса. Провайдер, работающий

с технологиями Global Custody (это может быть субкастодиальный банк, или глобальный кастодиан, или инвестиционная компания), организует совместно с одним из крупных первоклассных западных банков-гарантов долгосрочный лизинг банковского залогового инструмента, а заемщик с помощью этого инструмента привлекает инвестиции под поставку необходимого оборудования или покупку акций других компаний своей отрасли.

Доминируя в области систем электронной коммерции, можно существенно поднять рыночную стоимость своих активов и одновременно выполнять роль генерального поставщика новых технологий на родственные предприятия под залог их активов и расширять свое влияние на эти предприятия, превращая их из конкурентов в партнеров по бизнесу.

Таким образом, традиционный депозитный и процентный банковский бизнес, широко распространенный в Российской Федерации, в условиях глобализации мировой экономики не способен без ресурсов мирового фондового рынка даже при совершенствовании своих технологий обслуживания и привлечения клиентов увеличивать капитализацию и доход, достаточные для прямых долгосрочных инвестиций в реальную экономику России с целью повышения ее конкурентоспособности на внешнем рынке.

ГЛАВА 6

КРИТЕРИИ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

6.1. Развитие методики оценки инвестиционных проектов

Финансово-экономическая оценка инвестиционных проектов занимает центральное место в процессе обоснования и выбора возможных вариантов вложения средств в реальные активы. При всех прочих благоприятных характеристиках проекта он никогда не будет принят к реализации, если не обеспечит:

- возмещение вложенных средств за счет доходов от реализации товаров и услуг;
- получение прибыли, обеспечивающей рентабельность инвестиций не ниже желаемого для фирмы уровня;
- окупаемость инвестиций в пределах срока, приемлемого для фирмы.

Определение реальности достижения именно таких результатов инвестиционных операций и является ключевой задачей оценки финансово-экономических параметров любого проекта вложения средств в реальные активы.

До перехода экономики на современные рыночные отношения широко использовались способы абсолютной и сравнительной экономической эффективности капитальных вложений и новой техники. В их основу был положен критерий народнохозяйственного эффекта, который можно получить, как считают специалисты, в результате создания и реализации объекта инвестиций. Абсолютная экономическая эффективность рассчитывалась как отношение прибыли (снижение себестоимости и т.д.) к вызвавшим ее потенциальным вложениям. Сравнительная экономическая эффективность рассчитывалась так называемым методом приведенных затрат, который был основан на использовании директивно устанавливаемого норматива срока окупаемости капитальных вложений или обратной ему величины — нормативного коэффи-

циента эффективности, имеющего различные значения для расчета приведенных затрат и дисконтирования.

С переходом к цивилизованной рыночной экономике в России кардинально изменились условия и стимулы инвестиционного процесса. В результате способы принятия инвестиционных решений, выработанные за многие годы функционирования централизованной плановой экономики, оказались невостребованными. Стало очевидным, что в условиях рыночных отношений в основе расчетов экономической эффективности инвестиционных проектов должны лежать иные критерии и методы. Метод (греч. *methodos* — исследование) — способ исследования явлений, подход к изучаемым явлениям, планомерный путь научного познания и установления истины, прием, способ или образ действия. Таким образом, методы оценки эффективности инвестиционных проектов — это способы определения целесообразности долгосрочного вложения капитала в различные объекты (проекты, мероприятия) с целью оценки перспектив их прибыльности и окупаемости. Инвестиционные проекты должны подвергаться детальному анализу с точки зрения конечных результатов, критерия оптимальности — показателя, выражающего предельную меру экономического эффекта принимаемого решения для сравнительной оценки возможных альтернатив и выбора из них наилучшего.

В странах с развитой рыночной экономикой разработаны и широко применяются методы оценки инвестиций, основанные преимущественно на сравнении прибыльности (эффективности) вложенных средств в различные проекты. При этом в качестве альтернативы инвестициям в тот или иной проект выступают финансовые вложения в другие объекты, а также помещение средств (капитала) в банк под проценты или обращение их в ценные бумаги. Перечень таких методик достаточно широк и соответствует многообразию экономических субъектов, их месту на финансовом рынке. Существующие методики проектного анализа можно подразделить на две основные группы: отечественные и зарубежные.

Разработка и применение той или иной методики прежде всего зависит от особенностей конкретных экономических субъектов, осуществляющих и финансирующих инвестиционный проект, а также от окружающей их общей социально-экономической среды. Наибольшую известность и признание получили подходы к анализу инвестиционных проектов, разработанные в рамках двух международных организаций: Всемирного банка и ЮНИДО (Организации ООН по промышленному развитию).

В условиях централизованной экономики, в частности в экономике России до начала перестройки, закономерно было использование единых унифицированных способов принятия инвестиционных решений и жесткая регламентация их осуществления, что предполагало разработку соответствующих методик как для всего народнохозяйственного комплекса, так и для отдельных его составных частей, прежде всего отраслей. Среди них следует выделить Методику определения эффективности капитальных вложений 1960 г., в которой впервые раскрыты и последовательно использовались методы приведения разновременных затрат, Типовые методики определения экономической эффективности капитальных вложений 1969 и 1980 гг., Методические рекомендации, направленные на ускорение научно-технического прогресса, 1988 г. В этих методиках рекомендовалось принимать инвестиционные решения на основе определения абсолютной и сравнительной эффективности капитальных вложений, при этом учитывалась временная стоимость денег. Сильную сторону этих рекомендаций составляли также технический и частично народнохозяйственный (по зарубежной терминологии — экономический) аспекты проектного анализа, однако практически отсутствовали маркетинговый, а также финансовый анализ (в части определения финансовой жизнеспособности и поиска децентрализованных источников финансирования).

В середине 90-х годов XX в. была разработана новая отечественная методика проектного анализа, обязательная для применения при оценке проектов с участием государства, — Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования. В ней были предприняты попытки адаптировать сложившиеся в мировой практике подходы к проектному анализу для условий российской экономики. Достаточно крупный раздел методических рекомендаций посвящен особенностям оценки эффективности с учетом факторов риска, в качестве отдельного направления анализа был выделен и учет инфляции. Наряду с такими общепринятыми видами эффективности, как коммерческая и экономическая, предлагалось отдельно определять бюджетную эффективность, характеризующую проект с точки зрения чистых поступлений в бюджет. С 2000 г. стала действовать вторая редакция рекомендаций — Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов.

Итак, с чего же начинается расчет эффективности проекта? На отдельные стандартизированные вопросы предстоит ответить в самом начале расчета эффективности. Например, нужно выяснить

каковы цель, преследуемая проектом; действие, оказываемое на текущую и перспективную деятельность базовой фирмы; изменение или постоянство организационной структуры, качество продукции, объемы производства, экология и т.д.; сроки для достижения результатов реализации проекта, инвестор и объемы инвестирования.

Критериями для обоснования эффективности инвестиционного проекта могут быть максимум прибыли или доходности, минимум трудовых затрат, доля рынка, срок окупаемости, качество продукции, безубыточность и др. При их удовлетворении крайне важно правильно учесть затраты, связанные с реализацией проекта, а также размеры риска и инфляции. Инвестиционные проекты могут быть оценены различными способами, порой противоречивыми с точки зрения полученных результатов. Однако при использовании любого из них (кроме экологических, социальных и некоторых других проектов) важно знать уровень дохода, который обеспечат инвестиции, и норму прибыли, которую они принесут. В долгосрочном периоде, если за основу расчетов принимается жизненный цикл продукции или горизонт расчета, ответы на поставленные вопросы могут дать одинаковые результаты, в краткосрочном — возможны значительные различия.

В мировой практике сложились подходы к оценке эффективности инвестиционных проектов¹, предусматривающие:

- моделирование потоков продукции, ресурсов и денежных средств;
- учет результатов анализа рынка, финансового состояния предприятия, претендующего на реализацию проекта, степени доверия к руководителям проекта, влияния реализации проекта на окружающую природную среду;
- определение эффекта посредством сопоставления предстоящих интегральных результатов и затрат с ориентацией на достижение требуемой нормы доходности на капитал или иных показателей;
- приведение предстоящих разновременных расходов и доходов к условиям их соизмеримости по экономической ценности в начальном периоде;
- учет влияния инфляции, задержек платежей и других факторов на ценность используемых денежных средств;
- учет неопределенности и рисков, связанных с осуществлением проекта.

¹ Ипотечно-инвестиционный анализ : учеб. пособие / под ред. засл. деят. науки РФ, проф. В.Е. Осипова. СПб., 1999.

Следует также помнить, что во избежание излишних сложностей при рассмотрении сущности и действия методов оценки эффективности, как правило, используют определенные допущения в части налоговой политики, инфляции и рисков.

На всех стадиях реализации инвестиционного проекта большое внимание уделяется определению затрат. Затраты, осуществляемые участниками инвестиционного проекта, подразделяются на первоначальные (единовременные или капиталообразующие инвестиции), текущие и ликвидационные. Для их оценки могут использоваться базисные, мировые, прогнозные и расчетные цены. Под базисными понимаются цены, сложившиеся в народном хозяйстве на определенный момент времени t_6 . Базисная цена на любую продукцию или ресурсы считается неизменной в течение всего расчетного периода. Измерение экономической эффективности проекта в базисных ценах производится, как правило, на стадии технико-экономических исследований инвестиционных возможностей. На стадии технико-экономического обоснования (ТЭО) инвестиционного проекта обязательным является расчет экономической эффективности в прогнозных и расчетных ценах. Прогнозная цена $Ц(t)$ продукции или ресурса в конце t -го шага расчета (например, t -го года) определяется по формуле¹

$$Ц(t) = Ц(6) \times J(t, t_6), \quad (6.1)$$

где $Ц(6)$ — базисная цена продукции или ресурса;

$J(t, t_6)$ — коэффициент (индекс) изменения цен продукции или ресурсов соответствующей группы в конце t -го шага по отношению к начальному моменту расчета.

Расчетные цены используются для вычисления интегральных показателей эффективности, если текущие значения затрат и результатов выражаются в прогнозных ценах. Это необходимо, чтобы обеспечить сравнимость результатов, полученных при различных уровнях инфляции. Расчетные цены получают путем введения дефлирующего множителя, соответствующего индексу общей инфляции. Используемые для вычислений цены могут выражаться в рублях или устойчивой валюте (доллары США, евро и т.п.).

Оценка предстоящих затрат и результатов при определении эффективности инвестиционного проекта осуществляется в пре-

¹ Ипотечно-инвестиционный анализ. С. 132.

делах расчетного периода, продолжительность которого (горизонт расчета) принимается с учетом¹:

- продолжительности создания, эксплуатации и ликвидации объекта;
- средневзвешенного нормативного срока службы основного технологического оборудования;
- достижения заданных характеристик прибыли (массы и (или) нормы прибыли и т.д.);
- требований инвестора.

Горизонт расчета измеряется количеством шагов расчета. Шагом расчета при определении показателей эффективности в пределах расчетного периода могут быть месяц, квартал или год.

Эффективность проекта характеризуется системой показателей, отражающих соотношение затрат и результатов применительно к интересам его участников. Различаются следующие показатели эффективности инвестиционного проекта:

- показатели коммерческой (финансовой) эффективности, учитывающие финансовые последствия реализации проекта для его непосредственных участников;
- показатели экономической эффективности, учитывающие затраты и результаты, связанные с реализацией инвестиционного проекта, выходящие за пределы прямых финансовых интересов его участников и допускающие их денежную оценку;
- показатели бюджетной эффективности, отражающие финансовые последствия осуществления проекта для бюджетов разного уровня — государственного, регионального, местного.

В процессе разработки проекта проводится оценка его социальных и экологических последствий, а также затрат, связанных с социальными мероприятиями и охраной окружающей среды.

6.2. Определение коммерческой эффективности (состоятельности) проекта

Прежде всего при проведении оценки эффективности инвестиционного проекта необходимо создать модель финансовых потоков, связанных с реализацией проекта, т.е. определить коммерческую (финансовую) эффективность проекта. Такая эффективность характеризуется соотношением затрат и результатов, обеспечивающих

¹ Ипотечно-инвестиционный анализ. С. 131.

требуемую норму доходности, и может рассчитываться для проекта в целом и для отдельных его участников согласно их долевого участию в инвестировании проекта. Определение коммерческой эффективности инвестиционного проекта состоит в определении и анализе потока и сальдо реальных денежных средств на разные периоды. При этом рассматриваются и учитываются три вида деятельности инвестора: инвестиционная, финансовая и операционная. По каждому виду деятельности происходит приток и отток денежных средств. Поток реальных денег называется разность между притоком и оттоком денежных средств от инвестиционной и операционной деятельности на рассматриваемый период осуществления проекта (на каждом шаге расчета). Сальдо реальных денег — это разность между притоком и оттоком денежных средств от всех трех видов деятельности (также на каждом шаге расчета)¹. Результаты расчетов заносятся в табл. 6.1— 6.4.

Таблица 6.1

Поток средств от инвестиционной деятельности

№ п/п	Статья	Значения поступлений П (дохода) и затрат (З) по шагам расчета инвестиционного проекта					
		шаг 0	шаг 1	...	шаг T	ликвидация	
1	Земля	П					
		З					
2	Здания и сооружения	П					
		З					
3	Машины и оборудование	П					
		З					
4	Нематериальные активы	П					
		З					
5	Итого вложений в основной капитал (стр. 1 + стр. 4)	П					
		З					
6	Прирост оборотного капитала	П					
		З					
7	Всего инвестиций (стр. 5 + стр. 6)						

¹ Медведев Н.А., Пучкова Т.И. Прогнозирование экономического и социального развития народного хозяйства : учеб. пособие. М. : МГУЛ, 1998.

Таблица 6.2

Поток средств от операционной деятельности

№ п/п	Статья	Значения поступлений П (дохода) и затрат (З) по шагам расчета инвестиционного проекта			
		шаг 0	шаг 1	...	шаг Т
1	Объем продаж				
2	Цена				
3	Выручка (стр. 1 × стр. 2)				
4	Внереализационные доходы				
5	Амортизация зданий				
6	Амортизация оборудования				
7	Проценты по кредитам				
8	Прибыль до вычета налогов (стр. 3 + стр. 4 – стр. 5 – стр. 7)				
9	Налоги и сборы				
10	Проектируемый чистый доход (стр. 8 – стр. 9)				
11	Амортизация (стр. 5 + стр. 6)				
12	Денежные средства от операций (стр. 10 + стр. 11)				

Таблица 6.3

Поток ресурсов от финансовой деятельности

№ п/п	Статья	Значения поступлений П (дохода) и затрат (З) по шагам расчета инвестиционного проекта			
		шаг 0	шаг 1	...	шаг Т
1	Собственный капитал (акции, субсидии и др.)				
2	Краткосрочные кредиты				
3	Долгосрочные кредиты				
4	Погашение задолженности по кредитам				
5	Выплата дивидендов				
6	Сальдо финансовой деятельности $\Delta \Phi_t$ (сумма строк 1—3 минус сумма строк 4—5)				

Таблица 6.4

Движение средств от ликвидации объекта

№ п/п	Статья	Земля	Здания и сооружения	Машины и оборудование	Всего
1	Рыночная стоимость				
2	Затраты				
3	Начислено амортизации				
4	Балансовая стоимость на t -м шаге				
5	Затраты на ликвидацию				
6	Доход от прироста стоимости капитала		Нет	Нет	
7	Операционный доход (убытки)	Нет			
8	Налоги				
9	Чистая ликвидационная стоимость				

При расчете потоков реальных денег следует иметь в виду принципиальное отличие понятий притоков и оттоков реальных денег от понятий расходов и доходов. Существуют определенные номинально-денежные расходы, такие как обесценение активов и амортизация основных средств, уменьшающие чистый доход, но не влияющие на поток реальных денег, так как номинально-денежные расходы не предполагают операций по перечислению денежных сумм. Все расходы вычитаются из доходов и влияют на сумму чистой прибыли, но не при всех расходах требуется реальный перевод денег. Такие расходы не влияют на поток реальных денег. Однако не все денежные выплаты (влияющие на поток реальных денег) фиксируются как расходы. Например, покупка товарно-материальных запасов или имущества связана с оттоком реальных денег, но не является расходом. Сальдо реальных денежных ресурсов на t -й период осуществления инвестиционного проекта Δ_t определяется как сумма текущих сальдо за этот период d_t^1 :

$$\Delta_t = \sum_{i=0}^T d_i. \quad (6.2)$$

¹ Региональные финансы и кредит : учеб. пособие / Л.И. Сергеев, В.П. Жданов. Калининград, 1998.

Текущее сальдо реальных денежных ресурсов на t -м шаге равно сумме потоков средств на этом шаге от всех видов деятельности:

$$d_t = \Delta_t^и + \Delta_t^0 + \Delta_t^ф. \quad (6.3)$$

На стадии ликвидации объекта в текущее сальдо денежных средств также включается чистая ликвидационная стоимость объекта. Необходимым критерием принятия инвестиционного проекта является положительное сальдо в любом временном интервале, где конкретный инвестор осуществляет затраты или получает доходы. Отрицательная величина сальдо накопленных реальных денежных средств свидетельствует о необходимости привлечения инвестором дополнительных собственных или заемных средств и отражения этих средств в расчете эффективности.

Для дополнительной оценки коммерческой (финансовой) эффективности инвестиционных проектов могут рассчитываться также срок полного погашения задолженности и доля участника инвестиционного проекта в общем объеме инвестиций. Срок полного погашения задолженности определяется в случаях, когда для реализации инвестиционного проекта привлекаются кредитные и заемные средства. Проект считается приемлемым тогда, когда срок полного погашения задолженности по кредиту согласно расчетам удовлетворяет требованиям, предъявляемым кредитующим банком. Потребность в заемных средствах при этом определяется по минимальному из годовых значений сальдо реальных денег. Доля участника инвестиционного проекта в общем объеме инвестиций определяется как отношение интегральных дисконтированных затрат участника к суммарному дисконтированному общему объему инвестиций по проекту.

6.3. Оценка экономической эффективности проекта

Все методы, используемые при оценке эффективности инвестиционных проектов, можно разделить на две группы: традиционные (простые, статические) методы и динамические методы, использующие концепцию дисконтирования. С течением времени техника инвестиционного анализа все более совершенствуется. Если в 50-е годы XX в. лишь небольшой процент фирм использовал сложные методы дисконтированного денежного потока, то в 70—80-е годы, по оценкам специалистов, около 80% опрошенных ме-

недждеров реально применяли эти методы для оценки проектов и принятия решений.

Традиционные (простые, статические) методы оценки экономической эффективности инвестиционных проектов, такие как срок окупаемости и простая (годовая) норма прибыли, известны давно и широко использовались в отечественной и зарубежной практике еще до того, как всеобщее признание получила концепция, основанная на дисконтировании денежных поступлений. Доступность для понимания и относительная простота расчетов сделали эти методы популярными даже среди работников, не обладающих специальной экономической подготовкой.

Метод определения простого срока окупаемости (РР) заключается в определении необходимого для возмещения инвестиций периода времени (*pay back*), за который ожидается возврат вложенных средств за счет доходов, полученных от реализации инвестиционного проекта¹. Под сроком окупаемости понимается минимальный временной интервал (от начала осуществления проекта), за пределами которого интегральный эффект становится и в дальнейшем остается неотрицательным². Известны два подхода к расчету срока окупаемости. Первый подход заключается в том, что сумма первоначальных инвестиций делится на величину годовых (лучше среднегодовых) поступлений. Его применяют в случаях, когда денежные поступления равны по годам. Вторым подходом расчета срока окупаемости предполагает нахождение величины денежных поступлений (дохода) от реализации инвестиционного проекта нарастающим итогом, т.е. как кумулятивной величины.

Основные преимущества этого метода — определенность суммы начальных инвестиций, возможность ранжирования проектов по срокам окупаемости, а следовательно, и по степени риска, так как чем короче период возврата средств, тем больше денежные потоки в первые годы реализации инвестиционного проекта, а значит, лучше условия для поддержания ликвидности предприятия, а чем больший срок нужен для возврата инвестиционных сумм, тем больше риска из-за неблагоприятного развития ситуации.

К недостаткам метода окупаемости следует отнести то, что он игнорирует период освоения проекта, отдачу от вложенного капитала, т.е. не оценивает его прибыльность, а также не учитывает различий в цене денег во времени и денежные поступления после окончания возврата инвестиций. Иными словами, этот показатель

¹ Иванов В.А., Дыбов А.М. Указ. соч. С. 167.

² Медведев Н.А., Пучкова Т.И. Указ. соч. С. 68.

не учитывает весь период функционирования проекта и, следовательно, на него не влияют доходы, полученные за пределами срока окупаемости. Однако недоучет различий цены денег во времени (лаг времени) легко устраним. Для этого необходимо лишь рассчитать каждое из слагаемых кумулятивной суммы денежных доходов с использованием коэффициента дисконтирования.

Метод расчета средней нормы прибыли на инвестиции (Average Rate of Return — ARR), или расчетной нормы прибыли (*Accounting Rate of Return — ARR*) (иногда его называют и методом бухгалтерской доходности инвестиций — *Return on Investment — ROI*), основан на использовании бухгалтерского показателя — прибыли. Определяется он отношением средней величины прибыли, полученной по бухгалтерской отчетности, к средней величине инвестиций. При этом расчет может осуществляться на основе прибыли (дохода) П без учета выплаты процентных и налоговых платежей (*earnings before interest and tax*) или дохода после налоговых, но до процентных платежей, равного произведению прибыли и разности между единицей и ставкой налогообложения: $H : P \times (1 - H)$. Чаще используется величина прибыли после налогообложения (чистая прибыль), так как она лучше характеризует ту выгоду, которую получают владельцы предприятия и инвесторы.

Что же касается величины инвестиций, по отношению к которой находят рентабельность, то ее определяют как среднюю между стоимостью активов на начало и конец расчетного периода, т.е.

$$HP = 100 \times P \times (1 - H) : [(C_{a,n} + C_{a,k}) : 2], \quad (6.4)$$

где HP — норма прибыли.

Метод простой (средней, расчетной) нормы прибыли имеет ряд достоинств. Это прежде всего простота и очевидность расчетов, удобство пользования в системе материального поощрения, непосредственная связь с показателями принятого учета и анализа. Вместе с тем он имеет и серьезные недостатки. Например, возникает вопрос, какой год принимать в расчетах. Поскольку используются ежегодные данные, трудно, а иногда и невозможно выбрать год, наиболее характерный для проекта. Все они могут различаться по уровню производства, прибыли, процентным ставкам и другим показателям. Кроме того, отдельные годы могут быть льготными по налогообложению. Этот недостаток, являющийся следствием статичности простой нормы прибыли, можно попытаться устранить путем расчета прибыльности (рентабельности) проекта по каждому году. Однако и после этого основной недостаток остается, так

как не учитывается распределение во времени чистого потока и оттока (прихода и расхода) капитала в течение срока эксплуатации объекта инвестиций. Возникает ситуация, когда прибыль, полученная в начальный период, предпочтительнее прибыли, полученной в более поздние годы, и тогда трудно сделать выбор между двумя альтернативными вариантами, если они имеют различную рентабельность в течение целого ряда лет.

В таком случае недостаточно иметь только ежегодные расчеты рентабельности. Необходимо также определять и общую прибыльность проекта, что возможно лишь с помощью дисконтирования средств. Поэтому данный метод для расчета рентабельности общих инвестиционных затрат целесообразно использовать в случае, если прогнозируется, что в течение всего срока функционирования инвестиционного проекта валовая продукция будет примерно одинаковой, а налоговая и кредитная системы (политика) не претерпят существенных изменений.

Для устранения всех названных недостатков целесообразно применять вторую группу **методов оценки экономической эффективности инвестиционных проектов, использующих концепцию дисконтирования**. Дисконтирование — соизмерение разновременных показателей путем приведения их к ценности в начальном периоде. Для приведения разновременных затрат, результатов и эффектов используется норма (ставка) дисконта (E), равная приемлемой для инвестора норме дохода на капитал. Технически приведение к базисному моменту времени затрат, результатов и эффектов, имеющих место на t -м шаге расчета реализации проекта, удобно проводить путем их умножения на коэффициент дисконтирования a_t , определяемый для постоянной нормы дисконта¹:

$$a_t = \frac{1}{(1+E)^t}, \quad (6.5)$$

где t — номер шага расчета ($t = 1, 2, \dots, T$),
 T — горизонт расчета.

Если же норма дисконта меняется во времени и на t -м шаге расчета равна E_t , то коэффициент дисконтирования равен

$$a_0 = 1 \text{ и } a_t = \frac{1}{\prod_{k=1}^t (1+E_k)} \text{ при } t > 0. \quad (6.6)$$

¹ Медведев Н.А., Пучкова Т.И. Указ. соч. С. 68.

Ключевой параметр для применения группы динамических методов — величина нормы дисконта. Ставка дисконта играет роль фактора, обобщенно характеризующего влияние макроэкономической среды и конъюнктуру финансового рынка, и определяется уровнями доходности, преобладающими на рынке капиталов.

Неопределенность будущих денежных потоков — одна из основных проблем при выборе ставки дисконта в процессе привлечения средств под инвестиционные проекты. Если будущий поток денежных средств абсолютно надежен, ставка дисконтирования равна ставке процента по банковским депозитам или по высоконадежным ценным бумагам, таким как государственные инвестиции и вложения в государственные ценные бумаги. Такая ставка носит название безрисковой ставки дохода. Когда спрогнозировать будущие поступления сложно или невозможно, а объем будущего потока денежных средств точно не известен, его следует дисконтировать по ожидаемой ставке доходности ценных бумаг с примерно равным риском. При этом возникает задача определения ставки дисконта, которая могла бы учесть влияние риска на эффективность инвестиционного проекта по сравнению со ставкой дисконта, соответствующей доходности альтернативных вложений, приносящих определенный доход гарантированно (с минимально возможным риском).

Если будущий поток денежных средств сопряжен с риском, то обычно дисконтируют его прогнозируемую величину по скорректированной на риск ставке дисконта. Увеличение ставки дисконта называется премией за риск для инвесторов; для получателей инвестиций эту надбавку можно назвать платой за риск. Таким образом, отклонение ставки дисконта от безрискового уровня ставки дисконта может характеризовать степень риска инвестиционного проекта для инвесторов: чем больше эта разность, тем выше уровень риска. В теории инвестиционного анализа существует несколько методов оценки ставки дисконта. Наиболее распространенными, по мнению специалистов, являются:

1) модель оценки капитальных активов (*Capital Assets Pricing Model* — *CAPM*);

2) кумулятивная модель.

Сравнение разных инвестиционных проектов (или вариантов проекта) и выбор лучшего из них рекомендуется проводить с использованием различных показателей, к которым относятся:

- чистый дисконтированный доход или интегральный эффект;
- индекс доходности;

- внутренняя норма доходности;
- срок окупаемости;
- другие показатели, отражающие интересы участников или специфику проекта.

Метод оценки эффективности инвестиционных проектов основан на определении *чистого приведенного дохода (Net Present Value — NPV)*, на величину которого может увеличиться ценность (стоимость) предприятия (фирмы, объекта) в результате реализации проекта. Чистая текущая стоимость — это стоимость, полученная путем дисконтирования отдельно на каждый временной период разности всех оттоков и притоков доходов и расходов, накапливающихся за весь период функционирования объекта инвестирования при фиксированной, заранее определенной, процентной ставке (норме процента)¹. Это один из методов оценки инвестиционных проектов, предложенных ЮНИДО. Таким образом, чистая текущая стоимость характеризуется рассредоточенными по периодам времени затратами и доходами, поэтому для правильной оценки альтернативных вариантов инвестиций учитывают стоимость денег во времени. В реальных условиях приходится делать поправку и на риск, но в данном случае рассматриваются варианты, когда денежные оттоки и притоки, стоимость денег во времени известны с полной определенностью (свободны от риска). Принято и ограничение, заключающееся в нулевом налогообложении. Считается, что при отсутствии налогов чистую текущую стоимость инвестиционного проекта можно определить как максимальную сумму, которую может заплатить предприятие (фирма, предприниматель) за возможность инвестировать капитал без ухудшения своего финансового положения. Вообще в анализ должны включаться инвестиции после налогообложения. В данной работе с целью упрощения расчетов налогообложение не учитывается.

Метод оценки эффективности инвестиционных проектов по их чистой текущей стоимости построен на предположении, что представляется возможным найти приемлемую ставку дисконтирования для определения текущей стоимости эквивалентов будущих доходов. Если чистая текущая стоимость больше или равна нулю (положительная), проект может приниматься к осуществлению, если меньше нуля (отрицательная) — его, как правило, отклоняют. Формулу для расчета чистой текущей стоимости (*NPV*) можно представить в следующем виде:

¹ Иванов В.А., Дыбов А.М. Указ. соч. С. 140.

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{CF_{IFt} - CF_{OFt}}{(1+E)^t}, \quad (6.7)$$

где CF_{IFt} — денежный приток в период t ;

CF_{OFt} — денежный отток в период t ;

E — ставка дисконтирования;

T — срок реализации проекта (срок жизни проекта).

Если капиталовложения являются разовой операцией, т.е. представляют собой денежный отток в период 0, то формулу расчета NPV можно записать в следующем виде:

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+E)^t} - K_0, \quad (6.8)$$

где CF — чистый поток реальных денег в конце t -го года;

t — периоды реализации инвестиционного проекта, включая этап строительства ($t = 0, 1, 2, \dots, T$);

K_0 — первоначальные инвестиции.

Следует иметь в виду, что чистый поток поступлений никоим образом не связан с движением наличных денежных средств и обозначает другую величину, а именно чистый денежный результат коммерческой деятельности предприятия.

Формула (6.8) предполагает разовые затраты и длительную отдачу. В действительности чаще возникает иная ситуация. Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное инвестирование финансовых ресурсов, то формула для расчета NPV модифицируется следующим образом:

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+E)^t} - \sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+E)^t}. \quad (6.9)$$

В формулах (6.8) и (6.9) вместо годового интервала могут использоваться и более короткие временные интервалы — месяц, квартал, полугодие.

Расчет с помощью приведенных формул вручную достаточно трудоемок, поэтому применяют специальные статистические таблицы, в которых табулированы значения сложных процентов, дисконтирующих множителей, дисконтированного значения денежной единицы и т.п. в зависимости от временного интервала и значения коэффициента дисконтирования.

Широкое использование метода чистой текущей стоимости (дисконтированного дохода) обусловлено его преимуществами по сравнению с другими методами оценки эффективности проектов, так как он учитывает весь срок функционирования проекта и график потока наличности. Метод обладает достаточной устойчивостью при разных комбинациях исходных условий, позволяя находить экономически рациональное решение и получать наиболее обобщенную характеристику результата инвестирования (его конечный эффект в абсолютной форме). Недостатки метода: ставка процента (дисконтная ставка) принимается неизменной для всего инвестиционного периода (периода действия проекта), трудность определения соответствующего коэффициента дисконтирования и невозможность точного расчета рентабельности проекта.

Использование метода чистой текущей стоимости дает ответ на вопрос, способствует ли анализируемый вариант инвестирования увеличению финансов фирмы или богатства инвестора, но не говорит об относительной величине такого увеличения. Для восполнения этого недостатка пользуются методом расчета рентабельности инвестиций и внутренней нормы прибыли (доходности).

Внутренняя норма прибыли (доходности) — это норма доходности, при которой дисконтированная стоимость притоков наличности (реальных денег) равна дисконтированной стоимости оттоков, т.е. коэффициент, при котором дисконтированная стоимость чистых поступлений от инвестиционного проекта равна дисконтированной стоимости инвестиций, а величина чистой текущей стоимости (чистого дисконтированного дохода) — нулю¹. Для ее расчета используют те же формулы, что и для чистой текущей стоимости, но вместо дисконтирования потоков наличности при заданной минимальной норме процента определяют такую ее величину, при которой чистая текущая стоимость равна нулю.

Эта норма (коэффициент) и есть *внутренняя норма прибыли (Internal Rate of Return — IRR)*. В экономической литературе внутренняя норма прибыли известна и как внутренняя норма доходности, или рентабельности, коэффициент окупаемости, или эффективности, а также предельная эффективность капитальных вложений, или метод определения доходности дисконтирования денежных поступлений. Метод внутренней нормы прибыли, как и метод чистой текущей стоимости, использует концепцию дисконтирования стоимости. Он сводится к нахождению такой ставки

¹ Иванов В.А., Дыбов А.М. Указ. соч. С. 156.

дисконтирования, при которой текущая стоимость ожидаемых от проекта доходов будет равна текущей стоимости необходимых инвестиций. Вычисление осуществляется на компьютере по специальной программе. В обычных условиях применяется итеративный способ. Таким образом, если ставка дисконтирования по анализируемому инвестиционному проекту больше процентов на капитал, то его чистая текущая стоимость (или сальдо приведенных затрат и поступлений) больше нуля, и проект признается эффективным. Если же эта ставка меньше процента на капитал, то проект признается невыгодным и его NPV также равна нулю а эффективность инвестиционного проекта минимальна, т.е. требуется найти величину ставки дисконта (процента дисконтирования, процента на капитал), при которой чистая текущая стоимость была бы равна нулю.

Внутренняя норма прибыли позволяет найти граничное значение ставки процента, разделяющее инвестиции на приемлемые и невыгодные. Для этого IRR сравнивают с уровнем окупаемости вложений, который инвестор выбрал для себя в качестве стандартного с учетом цены полученного для инвестирования капитала и желаемого уровня прибыльности при его использовании. Этот стандартный уровень желаемой прибыльности инвестиций называют барьерным коэффициентом HR (*hurdle rate*). Если $IRR > HR$ — проект приемлем, если $IRR < HR$ — неприемлем, а если $IRR = HR$, можно принимать любое решение.

Показатель внутренней нормы прибыли может служить и основой для ранжирования инвестиционных проектов по степени их выгодности, но при тождественности основных исходных параметров сравниваемых проектов — одинаковой продолжительности осуществления проектов, одинаковых уровнях риска, равной сумме инвестиций и примерно равных суммах ежегодных доходов (по годам функционирования объекта инвестиций). Чем больше внутренняя норма прибыли превышает принятый инвестором (фирмой) барьерный коэффициент, тем больше запас прочности проекта и тем меньше риск ошибки при оценке величин будущих денежных поступлений.

Метод внутренней нормы прибыли рекомендуется использовать с осторожностью и при наличии двух или более исключающих друг друга проектов. Проблема состоит не в принятии или отклонении проекта, а в том, какую из двух осуществляемых альтернатив нужно выбрать. Таким образом, метод внутренней нормы прибыли можно использовать и для выбора между несколькими инвестиционными проектами при условии, что во всех будущих периодах будет одна и та же стоимость денег. Считается, что если метод ис-

пользуется правильно, то он приведет к такому же решению, что и чистая текущая стоимость, однако правила использования этого метода могут оказаться сложными.

К рассмотрению обычно принимаются проекты, имеющие положительное значение чистой текущей стоимости, так как в этом случае отдача от него будет превышать вложенный капитал. Можно использовать ставку дисконта, для чего находят ее значение, при котором отдача на капитал равна величине вложенных средств, а чистая текущая стоимость равна нулю. Если инвестиции осуществляются только за счет привлеченных средств и при этом показатель внутренней нормы прибыли равен ставке за пользование кредитом, полученный доход лишь окупает вложенные средства, т.е. инвестор не получает прибыли.

Если разность между показателем внутренней нормы прибыли и ставкой процента положительна, а внутренняя норма прибыли выше ставки процента, то инвестиционная деятельность признается эффективной (доходной), и наоборот, если внутренняя норма прибыли меньше, чем процентная ставка, под которую получен кредит, то инвестиции считаются убыточными. Принимаются к реализации инвестиционные проекты, имеющие значение NPV не ниже ставки доходности при предполагаемом альтернативном использовании капитала. Таким образом, путем сравнения показателя внутренней нормы прибыли (доходности) и процентной ставки устанавливают прибыльность или, наоборот, убыточность инвестиционной деятельности.

Показатель рентабельности инвестиций PI (profitability index), принятый для оценки эффективности инвестиций, представляет собой отношение приведенных доходов к приведенным на ту же дату инвестиционным расходам. Он позволяет определить, в какой мере возрастают средства инвестора (фирмы) в расчете на 1 д. ед. инвестиций¹:

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+E)^t}}{K_0}, \quad (6.10)$$

где K_0 — первоначальные инвестиции;

CF_t — денежные поступления в t -м году, которые ожидаются получить благодаря этим инвестициям.

¹ Кныш М.И., Перекаатов Б.А., Тютиков Ю.П. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности : учеб. пособие. СПб. : Бизнес-пресса, 1998.

Если предполагаются длительные затраты и длительная отдача, формула для определения PI примет вид

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+E)^t}}{\sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+E)^t}}, \quad (6.11)$$

где K_t — инвестиции в t -м году.

Показатель рентабельности инвестиций, определяемый по формуле (6.11), иногда называют коэффициентом «доход — издержки» (*Benefit Cost Ratio — BCR*). Из формулы (6.11) видно, что в ней сравниваются две части чистой текущей стоимости — доходная и инвестиционная. Если при некоторой норме дисконта рентабельность проекта равна единице (100%), это означает, что приведенные доходы равны приведенным инвестиционным издержкам и чистый приведенный дисконтированный доход равен нулю. Следовательно, норма дисконта является внутренней нормой прибыли (доходности). При норме дисконта, меньшей внутренней нормы окупаемости, рентабельность будет больше единицы. Таким образом, превышение над единицей показателя рентабельности проекта означает некоторую его дополнительную доходность при данной ставке процента. Показатель рентабельности меньше единицы означает неэффективность проекта.

Несмотря на кажущуюся простоту, проблема определения рентабельности инвестиционных проектов связана с определенными трудностями, особенно когда инвестиции осуществляются не сразу единой суммой, а по частям на протяжении нескольких лет (периодов). Показатель рентабельности инвестиций отличается от используемого ранее коэффициента эффективности капитальных вложений тем, что в качестве дохода здесь выступает денежный поток, приведенный в процессе оценки к текущей стоимости. Индекс используют не только для сравнительной оценки, но и в качестве критерия при принятии проекта к реализации. Сравнительная оценка инвестиционных проектов по показателю рентабельности инвестиций и чистой текущей стоимости показывает, что с ростом абсолютного значения NPV возрастает и рентабельность, и наоборот. Если значение индекса прибыльности меньше или равно единице, проект должен быть отвергнут, так как не принесет дополнительной выгоды. При $NPV = 0$ индекс прибыльности все-

гда будет равен единице. Поэтому при принятии решения о целесообразности реализации проекта может быть использован один из этих показателей, а в случае сравнительной оценки — оба, так как они позволяют оценить проект с разных сторон.

Для всех рассмотренных методов оценки эффективности инвестиционных проектов, основанных на использовании концепции дисконтирования, общим является отсутствие непосредственной оценки распределения притоков и оттоков реальных денег по всему горизонту планирования инвестиций (увеличивающихся, уменьшающихся, постоянных или изменяющихся денежных потоков). Поэтому при их использовании рекомендуется учитывать финансовые цели и критерии решений инвесторов. Это особенно важно, когда невозможно решить, с помощью какого из методов следует сделать выбор.

6.4. Бюджетная эффективность и социальные последствия реализации проекта

Если одним из участников инвестиционного проекта является бюджет, то необходимо рассчитывать **бюджетную эффективность проекта**. Показатели бюджетной эффективности отражают влияние результатов осуществления проекта на доходы и расходы соответствующего (федерального, регионального или местного) бюджета. Основным показателем бюджетной эффективности, используемым для обоснования предусмотренных в проекте мер федеральной, региональной финансовой поддержки, является бюджетный эффект. Бюджетный эффект (B_t) для t -го шага осуществления проекта определяется как превышение доходов соответствующего бюджета (Δ_t) над расходами (P_t) в связи с осуществлением данного проекта:

$$B_t = \Delta_t - P_t. \quad (6.12)$$

Как считают специалисты, к расходам бюджета относятся:

- средства, выделяемые для прямого бюджетного финансирования проекта;
- кредиты Центрального банка РФ, региональных и уполномоченных банков для отдельных участников реализации проекта, выделяемые в качестве заемных средств, подлежащих компенсации за счет бюджета;

- прямые бюджетные ассигнования на надбавки к рыночным ценам на топливо и энергоносители;
- выплаты пособий для лиц, оставшихся без работы в связи с осуществлением проекта (в том числе при использовании импортного оборудования и материалов вместо аналогичных отечественных);
- выплаты по государственным ценным бумагам;
- государственные, региональные гарантии инвестиционных рисков иностранным и отечественным участникам;
- средства, выделяемые из бюджета для ликвидации последствий возможных при осуществлении проекта чрезвычайных ситуаций и компенсации иного возможного ущерба от реализации проекта. (Эти средства не могут включаться в инвестиции априори, а подлежат финансированию и учету в исполнительских сметах фактических расходов по осуществлению проекта.)

В состав доходов бюджета включаются:

- налог на добавленную стоимость, специальный налог и все иные налоговые поступления (с учетом льгот) и рентные платежи данного года в бюджет с российских и иностранных предприятий и фирм-участниц в части, относящейся к осуществлению проекта;
- увеличение (со знаком «минус» — уменьшение) налоговых поступлений от сторонних предприятий, обусловленное влиянием реализации проекта на их финансовое положение;
- поступающие в бюджет таможенные пошлины и акцизы по продуктам (ресурсам), производимым (затрачиваемым) в соответствии с проектом;
- эмиссионный доход от выпуска ценных бумаг под осуществление проекта;
- дивиденды по принадлежащим государству, региону акциям и другим ценным бумагам, выпущенным в целях финансирования проекта;
- поступления в бюджет подоходного налога с заработной платы российских и иностранных работников, начисленной за выполнение работ, предусмотренных проектом;
- поступления в бюджет платы за пользование землей, водой и другими природными ресурсами, платы за недра, лицензии на право ведения геологоразведочных и других работ в части, зависящей от осуществления проекта;

- доходы от лицензирования, конкурсов и тендеров на разведку, строительство и эксплуатацию объектов, предусмотренных проектом;
- погашение льготных кредитов на проект, выделенных за счет средств бюджета, и обслуживание этих кредитов;
- штрафы и санкции, связанные с проектом, за нерациональное использование материальных, топливно-энергетических и природных ресурсов.

К доходам бюджета приравниваются также поступления во внебюджетные фонды в форме обязательных отчислений по заработной плате, начисляемой за выполнение работ, предусмотренных проектом.

На основе показателей годовых бюджетных эффектов определяются также дополнительные показатели бюджетной эффективности:

- внутренняя норма бюджетной эффективности;
- срок окупаемости бюджетных затрат;
- степень финансового участия (d) государства (региона) в реализации проекта, рассчитываемая по формуле

$$d = \frac{P_{\text{инт}}}{Z_{\text{инт}}}, \quad (6.13)$$

где $P_{\text{инт}}$ — интегральные бюджетные расходы;

$Z_{\text{инт}}$ — интегральные затраты по проекту, рассчитываемые на уровне государства и региона.

По проектам, предусматривающим бюджетное покрытие расходов в иностранных валютах и (или) валютные поступления в бюджет, определяются показатели валютного бюджетного эффекта (годового и интегрального). Расчет производится в соответствии с учетом расходов и доходов только в иностранных валютах, пересчитываемых в валюту Российской Федерации по установленным курсам.

Социальные результаты в большинстве случаев поддаются стоимостной оценке и включаются в состав общих результатов проекта в рамках определения его экономической эффективности. При определении коммерческой и бюджетной эффективности проекта социальные результаты проекта не учитываются.

Оценка социальных результатов проекта предполагает, что проект соответствует социальным нормам, стандартам и условиям соблюдения прав человека. Предусматриваемые проектом мероприя-

тия по созданию работникам нормальных условий труда и отдыха, обеспечению их продуктами питания, жилой площадью и объектами социальной инфраструктуры (в пределах установленных норм) являются обязательными условиями его реализации и какой-либо самостоятельной оценке в составе результатов проекта не подлежат.

Основными видами социальных результатов проекта, подлежащих отражению в расчетах эффективности, являются, по мнению специалистов:

- изменение количества рабочих мест в регионе;
- улучшение жилищных и культурно-бытовых условий работников;
- изменение структуры производственного персонала;
- изменение надежности снабжения населения регионов или населенных пунктов отдельными видами товаров (топливом и энергией — для проектов в топливно-энергетическом комплексе, продовольствием — для проектов в аграрном секторе и пищевой промышленности и т.д.);
- изменение состояния здоровья работников и населения;
- увеличение свободного времени населения.

В стоимостной оценке социальных результатов учитывается только их самостоятельная значимость. Затраты, необходимые для достижения социальных результатов проекта или обусловленные социальными последствиями реализации проекта (например, изменение затрат на выплату пособий по временной нетрудоспособности или по безработице), учитываются в расчетах эффективности в общем порядке и в стоимостной оценке социальных результатов не отражаются.

Влияние реализации проекта на изменение условий труда работников оценивается в баллах по отдельным санитарно-гигиеническим и психофизиологическим элементам условий труда. Для оценки удовлетворенности работников условиями труда могут использоваться также данные социологических опросов. В случае, если реализация проекта приводит к изменению условий труда на сторонних предприятиях (например, на предприятиях — потребителях производимой техники или продукции повышенного качества), влияние этих изменений учитывается в составе косвенного финансового эффекта по этим предприятиям.

Реализация проекта может быть сопряжена с необходимостью улучшения жилищных и культурно-бытовых условий работников, например, путем предоставления им (бесплатно или на льготных

условиях) жилья, строительства некоторых (дотируемых или самокупаемых) объектов культурно-бытового назначения и т.п. Затраты по сооружению или приобретению соответствующих объектов включаются в состав затрат по проекту и учитываются в расчетах эффективности в общем порядке. Доходы от этих объектов (часть стоимости жилья, оплачиваемая в рассрочку, выручка предприятий бытового обслуживания и т.п.) входят в состав результатов проекта. Помимо этого, в расчетах экономической эффективности принимается во внимание и самостоятельный социальный итог подобных мероприятий, получаемый в результате увеличения рыночной стоимости существующего в соответствующем районе жилья, что обусловлено вводом в действие дополнительных объектов культурно-бытового назначения.

Изменение структуры производственного персонала определяется по регионам — участникам проекта, а по особо крупным проектам — по народному хозяйству в целом.

Для этого специалисты предлагают использовать показатели изменения численности:

- работников (в том числе женщин), занятых тяжелым физическим трудом;
- работников (в том числе женщин), занятых на производстве с вредными условиями;
- работников, занятых на работах, требующих высшего или среднего специального образования;
- работников по разрядам единой разрядной сетки.

Кроме того, учитывают численность работников, которые должны пройти обучение, переобучение, повышение квалификации.

Обусловленное реализацией проекта повышение или снижение надежности снабжения населения регионов или населенных пунктов определенными товарами рассматривается соответственно как положительный или отрицательный социальный результат. Стоимостное измерение этого результата производится с использованием действующих в регионе цен на соответствующие товары (без учета государственных и местных дотаций и льгот всем или отдельным категориям потребителей).

Социальный результат, проявляющийся в обусловленном реализации проекта изменении заболеваемости трудящихся, включает предотвращенные (со знаком «минус» — дополнительные) потери чистой продукции народного хозяйства, изменение суммы выплат из фонда социального страхования и изменение затрат в сфере здравоохранения.

Социальный результат, проявляющийся в изменении показателя смертности населения, связанной с реализацией проекта, выражается изменением численности умерших в регионе при реализации проекта. Для стоимостного измерения данного эффекта может быть использован норматив народнохозяйственной ценности человеческой жизни, определяемый путем умножения средней величины чистой продукции (приходящейся на один отработанный человеко-год) на коэффициент народнохозяйственной ценности человеческой жизни, устанавливаемый для экономической оценки эффективности мероприятий. (В настоящее время в Российской Федерации отсутствует утвержденный на федеральном уровне коэффициент народнохозяйственной ценности человеческой жизни.)

Реализация проектов, направленных на улучшение организации дорожного движения, повышение безопасности транспортных средств, снижение аварийности производства и т.п., ведет к снижению количества тяжелых ранений, приводящих к инвалидности.

Экономия свободного времени работников предприятий и населения (в человеко-часах) определяется по проектам, предусматривающим:

- повышение надежности энергоснабжения населенных пунктов;
- выпуск товаров народного потребления, сокращающих затраты труда в домашнем хозяйстве (например, кухонных комбайнов);
- производство новых видов и марок транспортных средств;
- строительство новых автомобильных или железных дорог;
- изменение транспортных схем доставки определенных видов продукции, транспортных схем доставки работников к месту работы;
- совершенствование размещения торговой сети;
- улучшение торгового обслуживания покупателей;
- развитие телефонной и телефаксной связи, электронной почты и др.
- улучшение информационного обслуживания граждан (например, информация о размещении тех или иных объектов, наличии билетов в кассах, наличии товаров в магазинах).

При стоимостной оценке данного вида результатов специалисты рекомендуют использовать норматив оценки одного человеко-часа экономии в размере 50% среднечасовой заработной платы по контингенту трудоспособного населения, затрагиваемого реализацией проекта.

ГЛАВА 7

УЧЕТ РИСКА И ИНФЛЯЦИИ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ПРОЕКТИРОВАНИИ

7.1. Классификация инвестиционных рисков

Инвестиционное проектирование — обширная и развитая область знаний, которая отражает теорию и практику разработки и реализации инвестиционных проектов. На финансирование различных инвестиционных проектов в мире ныне расходуются огромные средства. Имеются признанные типовые методики и стандарты по инвестиционному проектированию (ЮНИДО и т.д.), а также соответствующие компьютерные программы, которые уже получили известность и международное признание. Однако их применение в российской практике нередко весьма затруднительно. И одна из главных причин этого — фактор неопределенности, который может очень существенно повлиять на конечные результаты инвестиционных проектов.

Под *неопределенностью* понимается неполнота или неточность информации о предпосылках, условиях или последствиях реализации проекта, в том числе о связанных с ними затратах и результатах. Как считают специалисты, причинами неопределенности являются три основные группы факторов: незнание, случайность и противодействие. В частности, неопределенность объясняется тем, что экономические проблемы сводятся в своей сущности к задачам выбора из некоторого числа альтернатив. При этом экономические агенты (организации и индивиды) не располагают полным знанием ситуации для выработки оптимального решения, а также не имеют вычислительных средств достаточной мощности для адекватного учета всей доступной им информации. Неопределенность условий реализации проекта не является заданной. По мере осуществления проекта участникам поступает дополнитель-

ная информация об условиях реализации, и ранее существующая неопределенность снижается.

В современной экономической теории в качестве индикатора (или «двойника») неопределенности выступает категория *риска*. Основное различие между риском и неопределенностью заключается в том, известны ли принимающему решения субъекту количественные вероятности наступления определенных событий. Как правило, термин «риск» используется для характеристики экономической ситуации, в которой известны все вероятности происхождения событий. В случае же, когда не имеется возможности оценить на субъективной или объективной основе вероятности получения тех или иных результатов (возникновения событий), используется термин «неопределенность». Если риск характерен для производственно-экономических систем с массовыми событиями, то неопределенность существует, как правило, в тех случаях, когда вероятности последствий приходится определять субъективно из-за отсутствия статистических данных за предшествующие периоды. Такой подход к интерпретации категорий риска и неопределенности принят в неокейнсианской традиции, в то время как неоклассическая школа считает эти понятия тождественными.

В количественном отношении неопределенность подразумевает возможность отклонения результата от ожидаемого (или среднего) значения как в меньшую, так и в большую сторону. Такая неопределенность называется спекулятивной, в отличие от чистой неопределенности, предполагающей только возможность негативных отклонений конечного результата деятельности. Соответственно под риском в экономической теории понимается вероятность (угроза) потери части своих ресурсов, недополучения доходов или появления дополнительных расходов и (или), наоборот, возможность получения значительной выгоды (дохода) в результате осуществления инвестиционного проекта. Риск также можно определить как обобщенную субъективную характеристику ситуации принятия решения в условиях неопределенности, отражающую возможность появления и значимость для субъекта принятия решений ущерба в результате последствий принятия того или иного решения¹. Поэтому любой вид анализа и оценка должны проводиться с учетом риска и неопределенности.

¹ Кузьмин В., Губенко А. Новое дело — повышенный риск // РИСК. 2000. № 3—4. С. 14.

Выделяют два типа риска — статический (катастрофический) и динамический. Статический риск соответствует чистой неопределенности, а динамический риск — спекулятивной. Статический (катастрофический) риск — это вероятность необратимых потерь активов вследствие нанесения непоправимого ущерба субъекту экономики, вызванного непредвиденными изменениями многочисленных факторов внешней и внутренней среды. Динамический риск связан с возникновением непредвиденных изменений стоимости рассматриваемого объекта под действием факторов внешней среды (например, колебаний экономической конъюнктуры), а также неадекватных управленческих решений (фактической реализации стратегии, отличающейся от той, которая соответствует заранее оцененному максимальному значению критерия эффективности). Отличие динамических рисков от статических заключается в том, что последние могут проявиться, как правило, только однократно на протяжении срока инвестирования, и их появление означает прекращение инвестиционного проекта, тогда как динамические риски могут реализовываться неоднократно за время реализации проекта, не приводя при этом к его прекращению.

В отличие от неопределенности вообще риск является измеримой величиной, его количественной мерой служит вероятность неблагоприятного исхода. В наиболее общем виде инвестиционный риск можно определить как возможность полной или частичной потери инвестируемого капитала. Степень инвестиционного риска зависит от политической, социальной, экономической, экологической, криминальной ситуации. В более узком смысле под инвестиционным риском понимается измеримая вероятность недолучения прибыли либо потери доходов в ходе реализации инвестиционных проектов. Объектом риска в данном случае выступают имущественные интересы лица, осуществляющего вложения своих средств, т.е. инвестора.

Определенному виду деятельности, как правило, соответствует некоторый набор рисков, который можно назвать комплексом рисков. Инвестиционная деятельность включает в себя комплекс предпринимательских и финансовых рисков. Инвестиционные риски классифицируются в зависимости от особенностей реализации проекта и способа привлечения средств. Структура инвестиционных рисков в графическом виде представлена на рис. 7.1.

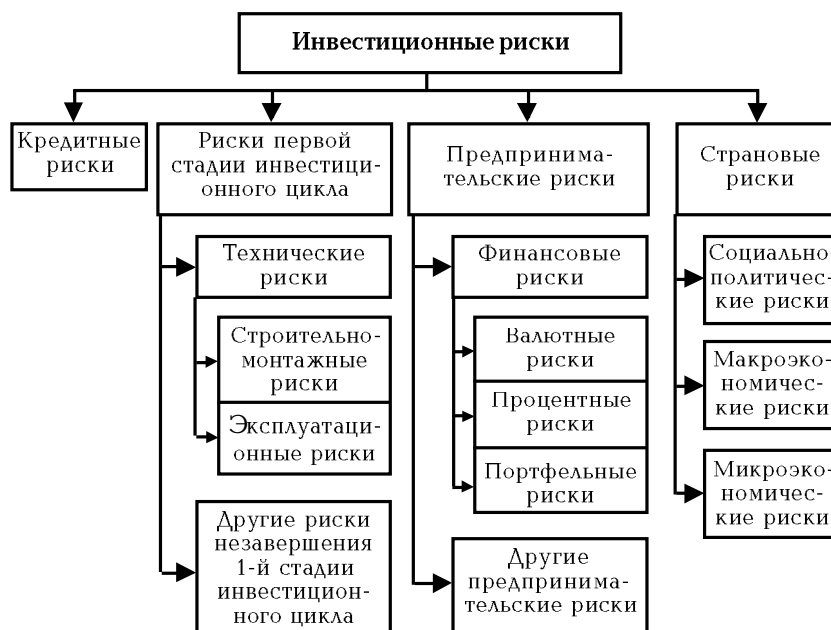


Рис. 7.1. Структура инвестиционных рисков

Существует и другая классификация рисков. Так, при оценке инвестиций выделяют следующие наиболее существенные виды рисков и неопределенности:

- риски, связанные с нестабильностью экономического законодательства и текущей экономической ситуации, условий инвестирования и использования прибыли;
- внешнеэкономические риски — возможности введения ограничений на торговлю и поставки, закрытия границ и т.п.;
- неопределенность политической ситуации, риск неблагоприятных социально-политических изменений в стране, регионе;
- неполнота и неточность информации о динамике технико-экономических показателей, параметрах новой техники и технологии, качестве продукции;
- колебания рыночной конъюнктуры (совокупности признаков, характеризующих текущее состояние экономики в определенный период, например, цен, валютных курсов, ВВП и т.д.), природно-климатические условия, возможность стихийных бедствий;

- производственно-технические риски — аварии и отказы оборудования, производственный брак и т.д.;
- неопределенность целей, интересов и поведения участников проекта, неполнота или неточность информации об их финансовом состоянии и деловой репутации.

В ситуации, когда универсальным законом экономики является неопределенность конечного результата инвестиционных вложений, субъект экономики, избегающий риска, вынужден искать способы, позволяющие ему не потерять свои вложения. В этих условиях приходится действовать исходя из некоторых предположений о возможностях развития ситуации в будущем, основываясь на прошлом опыте. Необходимо также тщательное изучение предполагаемого инвестирования, его возможных последствий и той среды, в которой оно совершается. Это равносильно получению новой информации и моделированию ситуации, что теоретически должно уменьшить неопределенность и повысить предсказуемость результата инвестирования. В то же время само изучение объекта также может вносить дополнительную неопределенность из-за несовершенства используемого инструментария, ошибок анализа, моделирования и т.д. В связи с этим анализ и учет неопределенности и рисков при инвестировании предполагают углубленное изучение как можно большего числа неконтролируемых факторов, способных повлиять на осуществление проекта и выбор наиболее действенных и оптимальных по затратам методов и технологий оценки, анализа, учета, управления, снижения и оптимизации рисков, а также соответствующего аппаратного и программного обеспечения.

7.2. Методы учета и способы снижения риска инвестиционных проектов

Прежде чем рассмотреть методы снижения потерь от рисков, уменьшить связанные с ними факторы, необходимо проанализировать риски. Анализ рисков — деятельность по выявлению факторов, способствующих возникновению рисков и оценке их значимости.

Анализ рисков можно подразделить на два взаимно дополняющих друг друга вида: качественный и количественный.

Качественный анализ может быть сравнительно простым, его главная задача — определить факторы риска, этапы и работы, при выполнении которых риск возникает, и т.д., т.е. установить потенциальные области риска, после чего идентифицировать все возможные риски. Наиболее широко используемыми методами каче-

ственной оценки риска вложений являются анализ уместности затрат и метод аналогий. Анализ уместности затрат ориентирован на выявление социальных зон риска. Он базируется на предположении, что перерасход средств может быть вызван одним или несколькими из следующих четырех факторов¹:

1) изначальная недооценка стоимости проекта в целом или его отдельных фаз и составляющих;

2) изменение границ проектирования, обусловленное непредвиденными обстоятельствами;

3) отличие производительности машин и механизмов от предусмотренной проектом;

4) увеличение стоимости проекта по сравнению с первоначальной вследствие инфляции или изменения налогового законодательства.

Эти факторы могут быть детализированы. В конкретных случаях несложно составить контрольный перечень возможного повышения затрат по статьям для каждого варианта проекта или его элементов.

Процесс утверждения ассигнований разбивается на стадии, которые должны быть связаны с фазами реализации проекта и основываться на дополнительной информации о проекте, поступающей по мере его разработки. Поэтапное выделение средств позволяет инвестору при первых признаках того, что риск вложений растет, или прекратить финансирование проекта, или начать поиск мер, обеспечивающих снижение затрат.

При анализе рискованности нового проекта строительства промышленного объекта полезными могут оказаться сведения о последствиях воздействия неблагоприятных факторов на другие столь же рискованные проекты (метод аналогий). Опираясь методом аналогий, следует проявлять определенную осторожность, так как, даже основываясь на самых тривиальных и известных случаях неудачного завершения проектов, очень трудно сформулировать предпосылки для анализа, исчерпывающий и реалистический набор возможных сценариев срыва проекта. Дело в том, что для большей части подобных ситуаций характерно следующее: возникающие осложнения нередко наслаиваются друг на друга, так как имеют длительный «инкубационный» период; они качественно различны; их эффект проявляется как результат сложного взаимодействия.

Количественный анализ риска, т.е. численное определение размеров отдельных рисков и риска проекта в целом, — проблема бо-

¹ Аширов С.О., Рзаев К.В. Оценка инвестиционной активности в организациях промышленности : монография. М. : ГУУ, 1999.

лее сложная. Сначала все риски измеряют в единицах, свойственных каждому из них, затем в денежных единицах и, наконец, оценивают риск проекта в целом. Наиболее очевидный способ оценки риска — это *вероятностная оценка* исходя из самого его определения. Вероятность означает возможность получения определенного результата. Применительно к задачам инвестирования методы теории вероятности сводятся к определению вероятности наступления определенных событий и выбору из нескольких возможных событий самого вероятного, которому соответствует наибольшее численное значение математического ожидания (математическое ожидание какого-либо события равно абсолютной величине этого события, умноженной на вероятность его наступления).

Вероятность наступления события может быть определена объективным или субъективным методом. Объективный метод определения вероятности основан на вычислении частоты, с которой происходит событие. Субъективный метод определения вероятности основан на использовании субъективных критериев, которые базируются на различных предположениях, в том числе на суждениях оценивающего, его личном опыте, мнении финансового консультанта и т.п. Когда вероятность определяется субъективно, то разные люди могут устанавливать разное значение вероятности для одного и того же события и делать свой выбор. Необходимо сделать одно замечание: среднее ожидаемое значение представляет собой обобщенную количественную характеристику и поэтому не позволяет принять решение в пользу какого-либо варианта инвестирования. Для принятия окончательного решения необходимо измерить колеблемость показателей, т.е. определить меру колеблемости возможного результата. Колеблемость представляет собой степень отклонения ожидаемого значения от среднего. Для ее оценки на практике обычно применяют два близко связанных критерия — дисперсию и среднее квадратическое отклонение.

Дисперсия — это средневзвешенное значение квадратов отклонений действительных результатов от средних ожидаемых:

$$\sigma^2 = \sum_i (x - \bar{x})p_i, \quad (7.1)$$

где σ^2 — дисперсия;

x — ожидаемое значение для каждого случая;

\bar{x} — среднее ожидаемое значение;

p_i — вероятность наступления случая.

$$p_i = \frac{n}{\sum n},$$

где n — число случаев наблюдения (частота).

Среднее квадратическое отклонение является именованной величиной и указывается в тех же единицах, в каких измеряется варьирующий признак.

$$\sigma = \sqrt{\sum_i (x - \bar{x})^2 p_i}.$$

Дисперсия и среднее квадратическое отклонение являются мерами абсолютной колеблемости.

Для анализа результатов и затрат, предусматриваемых инвестиционным проектом, как правило, используют *коэффициент вариации*. Он представляет собой отношение среднего квадратического отклонения к средней арифметической и показывает степень отклонения полученных значений:

$$v = \frac{\pm \sigma}{\bar{x}} \times 100\%. \quad (7.2)$$

Коэффициент вариации — относительная величина. С его помощью можно сравнить колеблемость признаков, выраженных в разных единицах. Коэффициент вариации может изменяться от 0 до 100%. Чем больше значение коэффициента, тем выше риск данного варианта капиталовложений. Принята следующая качественная оценка различных значений коэффициента вариации: до 10% — слабый риск, 10—25% — умеренный риск, свыше 25% — высокий риск. Из всех вероятностных моделей наиболее простой является линейная модель оценки риска. В основе модели лежит теория ожидаемой полезности, в частности понятие функции полезности, согласно которой полезность, или удовлетворение, испытываемое индивидуумом (или группой индивидуумов) от детерминированного дохода x , возрастает непропорционально x , но его можно измерить некоторой функцией $u(x)$.

В частности, если предположить, что приращение полезности пропорционально не абсолютному, а относительному изменению дохода, т.е.

$$Du = kx dx: x, \quad (7.3)$$

где k — некоторый коэффициент, то

$$u(x) = k \ln(x) \rightarrow \text{const}. \quad (7.4)$$

Если доход представлен x , то случайна и полезность $u(x)$, а ее среднее значение равно:

$$u(x) = E(x), \quad (7.5)$$

где $E(x)$ — математическое ожидание x , которое и служит критерием сравнения.

Если x принимает конечное число значений x_1, \dots, x_n с вероятностями p_1, \dots, p_n соответственно, то критерий x принимает следующий вид:

$$U(\bar{x}) = \sum_{i=1}^N u(x_i) p_i. \quad (7.6)$$

В общем случае для x с функцией распределения $F(x)$ имеем

$$U(x) = \int_{-\infty}^{+\infty} u(x) dF(x). \quad (7.7)$$

Главный недостаток линейной модели заключается в том, что она не отражает всего многообразия возможных ситуаций.

Для учета неопределенности и риска при расчетах эффективности инвестиций используется вся имеющаяся информация об условиях реализации проекта, в том числе и не выражающаяся в форме каких-либо вероятностных законов распределения. В качестве основных могут применяться пять методов оценки проектов (в порядке повышения точности):

- 1) проверка устойчивости;
- 2) корректировка параметров проекта и экономических нормативов;
- 3) метод статистических испытаний Монте-Карло;
- 4) анализ чувствительности;
- 5) формализованное описание неопределенности.

Метод проверки устойчивости предусматривает разработку сценариев реализации проекта в наиболее вероятных или наиболее опасных для каких-либо участников условиях. Для каждого сценария выясняется, как будет действовать в соответствующих условиях организационно-экономический механизм реализации проекта, каковы будут при этом доходы, потери и показатели эффективности у отдельных участников, государства и населения. Влияние факторов риска на норму дисконта при этом не учитывается. Для проверки устойчивости должен быть выбран интервал планирования, при котором достигается полное освоение произ-

водственных мощностей, после этого методом итераций подбирается искомое значение исследуемого параметра.

Проект считается устойчивым и эффективным, если во всех рассмотренных ситуациях интересы участников соблюдаются, а возможные неблагоприятные последствия устраняются за счет созданных запасов и резервов или возмещаются страховыми выплатами. Степень устойчивости проекта по отношению к возможным изменениям условий реализации может быть охарактеризована показателями предельного уровня объемов производства, цен производимой продукции и других параметров проекта. Предельное значение параметра проекта для некоторого t -го года его реализации определяется как такое значение этого параметра в t -м году, при котором чистая прибыль участника в этом году становится нулевой. Одним из наиболее важных показателей этого типа является точка безубыточности, характеризующая объем продаж, при котором выручка от реализации продукции совпадает с издержками производства. При этом выделяются два вида издержек: условно-постоянные (не изменяющиеся при изменении объема производства) издержки и условно-переменные, изменяющиеся прямо пропорционально объему производства. Прежде чем рассчитать точку безубыточности, необходимо убедиться, что соблюдаются следующие обязательные условия и допущения:

- издержки являются функцией объема производства, который равен объему продаж;
- постоянные издержки остаются одинаковыми для любого объема производства, а переменные издержки на единицу продукции (удельные) изменяются пропорционально ему;
- цена единицы продукции (работ, услуг) не изменяется во времени, а общая стоимость ее реализации является линейной функцией реализуемого количества;
- не только уровень цены реализуемого товара (продукций, изделий, работ), но и переменных, и постоянных издержек в ней остается неизменным;
- производится один вид продукции или ее ассортимент, приведенный к одному виду и остающийся одинаковым в определенный период времени.

Поскольку допущения на практике не всегда реальны, например постоянные издержки в долгосрочном периоде могут стать переменными, к результату анализа безубыточности следует относиться с определенной степенью гибкости, поэтому его рекомендо-

дуются рассматривать лишь как инструмент, дополняющий другие методы оценки инвестиционных проектов.

Для определения критического объема продаж (точки безубыточности) можно использовать следующие формулы.

1. Точка безубыточности, выраженная в количественных единицах измерения (Q_{BE}):

$$Q_{BE} = \frac{C_F}{(P_r - C_V)}, \quad (7.8)$$

где C_F — годовая величина условно-постоянных расходов, руб.;

P_r — цена единицы продукции, руб.;

C_V — величина переменных расходов на единицу продукции.

2. Критический годовой объем продаж, выраженный в стоимостных единицах измерения (N_{BE}):

$$N_{BE} = \frac{C_F}{(1 - \frac{C_V}{N})}, \quad (7.9)$$

где CV — годовая величина переменных расходов, руб.

N — годовой объем продаж, руб.

3. Критический годовой объем продаж для достижения требуемой величины рентабельности реализации продукции (работ, услуг) (Q_P):

$$Q_P = \frac{C_F}{1-r} : (P_r - \frac{C_V}{1-r}), \quad (7.10)$$

где r — рентабельность реализации ($r = P/N$);

P — годовая величина прибыли от продаж, руб.

4. Критический годовой объем продаж, необходимый для получения планируемой величины прибыли:

$$Q = (C_F + P) : (P_r - C_V). \quad (7.11)$$

Для подтверждения работоспособности проектируемого производства (на данном шаге расчета) необходимо, чтобы значение точки безубыточности было меньше значений номинальных объемов производства и продаж (на этом шаге). Чем дальше от них значение точки безубыточности (в процентном отношении), тем устойчивее проект. Метод расчета усложняется, если при изменении объемов производства или при изменении уровня ис-

пользования производственной мощности величина издержек изменяется нелинейно, хотя алгоритм остается прежним, а также если проектируемое производство является многономенклатурным.

Метод корректировки параметров проекта и экономических нормативов связан с заменой их проектных значений на ожидаемые. При этом ожидаемые значения величин определяются методом вероятностной оценки риска. В частности, может быть увеличена норма дисконта или внутренняя норма доходности проекта.

Метод статистических испытаний Монте-Карло первоначально использовался для вычисления ожидаемой продолжительности проекта в целом и каждого его этапа, а затем при количественной оценке неопределенности. В основе данного метода лежит модель вероятностной оценки рисков, получившая развитие в направлении оценки комплексного воздействия рисков на итоговые экономические показатели проекта. В методе Монте-Карло не производится моделирование с использованием реально наблюдаемых значений рыночных факторов. Вместо этого выбирается статистическое распределение, хорошо аппроксимирующее наблюдающиеся изменения рыночных факторов, и производится оценка его параметров. Для этой цели часто используется распределение Стьюдента. На основе выбранного распределения с помощью генератора псевдослучайных чисел генерируются тысячи или даже десятки тысяч гипотетических наборов значений рыночных факторов. Полученные значения используются для расчета величин прибылей и убытков проекта.

В качестве примера сошлемся на одну такую модель комплексной оценки рисков, схема которой изображена на рис. 7.2. Соответственно выделению трех категорий рисков, влияющих на объем работ, их продолжительность и стоимость их выполнения, модель включает матрицы объема, продолжительности и стоимости.

Матрица объема работ содержит вариантный ряд данных об объеме работ по проекту, который может меняться в зависимости от изменений условий реализации проекта, так же как и вариантный ряд данных о продолжительности работ, содержащийся в матрице продолжительности работ. Матрица стоимости соотносит текущие данные об объеме работ с переменными. Матрица расчета текущего финансового состояния рассчитывает потребность в кредитах, обусловленную увеличением стоимости работ или задерж-

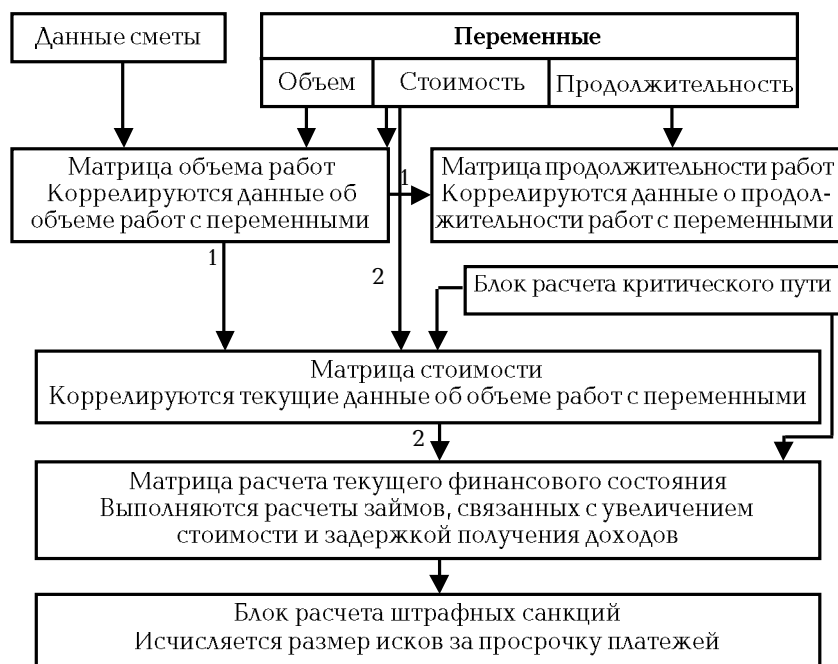


Рис. 7.2. Функциональная схема комплексной оценки рисков по методу Монте-Карло:

1 — изменение объемов; 2 — задержка

кой поступлений. Блок расчета штрафных санкций позволяет оценить вероятный размер исков, которые могут быть возбуждены из-за изменения объемов работ и задержки их выполнения с учетом условий контракта, инфляции и т.п. Блок расчета критического пути определяет возможные задержки завершения отдельных этапов работ и проекта в целом.

Важно отметить два обстоятельства:

- 1) метод Монте-Карло не дает эмпирической формулы для определения продолжительности работ и затрат на проект;
- 2) практическое приложение метода требует соответствующего программного обеспечения и доступа к аппаратным средствам.

Главной трудностью при реализации метода Монте-Карло является выбор адекватного распределения для каждого рыночного фактора и оценка его параметров. Кроме того, оценка рисков круп-

ных проектов на основе этого метода требует больших затрат времени и технических ресурсов.

Всемирный банк предлагает использовать **анализ чувствительности** как один из основных методов количественного анализа риска. Этот метод трудоемкий, но при использовании соответствующего программного обеспечения весьма показательный и точный. Суть его состоит в следующем: чем сильнее реагируют показатели экономической эффективности проекта на изменения входных величин, тем больше подвержен проект соответствующему риску. Обычно в процессе анализа чувствительности значение одного из выбранных параметров варьируется в определенном диапазоне (± 5 , ± 10 , $\pm 15\%$) при фиксированных значениях остальных параметров, и определяется зависимость показателей эффективности проекта от этих изменений¹. Варьируемые параметры можно подразделить на две основные группы: параметры, влияющие на объемы поступлений, и параметры, влияющие на объемы издержек. Когда нельзя установить прямую связь между варьируемыми параметрами, следует учитывать косвенное влияние изменения значений каждого параметра на другие. В связи с этим прежде чем приступить к анализу чувствительности, необходимо разработать план анализа, определив по отношению к каждому варьируемому параметру перечень действий и условий, при выполнении которых может быть достигнуто желаемое значение параметра, а также последствий, к которым может привести его изменение. Необходимо также задать граничные значения варьируемых показателей в соответствии со сценариями развития проекта с пессимистической и оптимистической точек зрения.

Анализ чувствительности начинают с определения наиболее значимых факторов и их вероятных (базовых) значений, при которых рассчитывается чистая текущая стоимость. Затем в определенных пределах изменяется один из факторов, при каждом его новом значении рассчитывается чистая текущая стоимость, и предыдущий шаг повторяется для каждого фактора. Далее все расчеты сводятся в таблицу, сравниваются по степени чувствительности проекта к изменению каждого фактора и определяются те из них, которые в большей степени влияют на успех проекта.

Заключительным этапом в анализе чувствительности является построение графика чувствительности для всех неопределенных факторов. В западном инвестиционном менеджменте этот график

¹ Колтынюк Б.А. Инвестиционные проекты : конспект лекций. СПб., 2000.

называется *Spider Graph*. В качестве ключевого показателя инвестиций может служить внутренняя норма прибыли или чистая текущая стоимость. График позволяет сделать вывод о наиболее критических факторах инвестиционного проекта с тем, чтобы в ходе его реализации обратить на них особое внимание с целью сокращения риска. Следовательно, такой анализ должен применяться еще на этапе планирования проекта, когда принимаются решения относительно основных факторов.

Метод формализованного описания неопределенности (метод сценариев) наиболее точный, но наиболее сложный как в методическом отношении, так и с точки зрения технической реализации. Сценарный анализ представляет собой метод прогнозирования высококвалифицированными экспертами нескольких возможных вариантов развития ситуации и связанной с этим динамики основных показателей инвестиционного проекта. Основа каждого сценария — экспертные гипотезы о направлении и величине изменений таких рыночных факторов стоимости проекта, как процентные ставки, обменные курсы валют, инфляция на период прогнозирования. Затем в соответствии с предположениями производится переоценка стоимости проекта. Полученное изменение стоимости и будет оценкой потенциальных потерь. Здесь возможны различные подходы, определяемые главным образом особенностями используемых экономико-математических методов. Один из возможных подходов предусматривает следующие этапы¹.

На 1-м этапе определяются множества возможных условий реализации проекта, отвечающих ограничениям затрат, результатов и показателей эффективности. При этом описание множества возможных условий ведется либо в форме соответствующих сценариев, либо в виде системы ограничений на основные технические, экономические и прочие параметры проекта. На 2-м этапе исходная информация о факторах риска преобразуется в информацию о вероятностях отдельных условий реализации и соответствующих показателях эффективности или об интервалах их изменения. На 3-м этапе определяются показатели эффективности проекта в целом с учетом риска его реализации, т.е. показатели ожидаемой эффективности.

Основным показателем, используемым для сравнения различных сценариев развития инвестиционного проекта и выбора наи-

¹ Лобанов А., Филин С., Чугунов А. Риск-менеджмент // РИСК. 1999. № 4. С. 43—52.

более благоприятного из них, является ожидаемый интегральный экономический эффект $\mathcal{E}_{\text{ож}}$ ¹. Этот же показатель применяется для обоснования рациональных размеров и форм резервирования и страхования.

Если известны точные значения вероятностей различных условий реализации проекта, ожидаемый интегральный экономический эффект рассчитывается по формуле математического ожидания

$$\mathcal{E}_{\text{ож}} = \sum_i \mathcal{E}_i p_i, \quad (7.12)$$

где \mathcal{E}_i — интегральный эффект при условии реализации i -го сценария реализации проекта;

p_i — вероятность реализации i -го сценария.

В общем случае $\mathcal{E}_{\text{ож}}$ рекомендуется рассчитывать по формуле

$$\mathcal{E}_{\text{ож}} = \lambda \mathcal{E}_{\text{max}} + (1 - \lambda) \mathcal{E}_{\text{min}}, \quad (7.13)$$

где λ — специальный норматив для учета неопределенности эффекта, отражающий систему предпочтений соответствующего участника проекта в условиях неопределенности (при определении ожидаемого интегрального эффекта его рекомендуется принимать на уровне 0,3);

\mathcal{E}_{max} и \mathcal{E}_{min} — наибольшее и наименьшее из математических ожиданий интегрального эффекта по допустимым вероятностным распределениям.

Главное достоинство сценарного подхода состоит в том, что он не требует знания закона распределения вероятностных изменений для основных рыночных факторов. Вместе с тем любые сценарные оценки несут печать субъективности. Кроме того, они основываются на неявном предположении о том, что поведение цен активов в будущем будет иметь сходство с их поведением в прошлом, что в общем случае далеко не очевидно.

Рассмотренные методы учета риска и неопределенности применяются на практике потому, что экономическая наука пока не предложила способов, которые давали бы им практические преимущества. Только понимание экономической природы инвестиционного риска и его количественная оценка позволяют менеджерам эффективно управлять долгосрочными инвестициями. На

¹ Колтынюк Б.А. Указ. соч. С. 245.

первое место выдвигаются методы непосредственного воздействия на уровень риска с целью его максимального снижения, повышения безопасности и финансовой устойчивости своего предприятия. В практической деятельности идеальная ситуация возникает в том случае, когда удастся значительно понизить риск долгосрочного инвестирования без одновременного уменьшения уровня проектной рентабельности или других конечных показателей инвестирования. Приведем основные методы управленческого воздействия, применяемые на практике.

1. Регулирование и контроль соотношения постоянных и переменных затрат. Управляя этим соотношением, можно изменять точку безубыточности долгосрочной инвестиции и осуществлять прямое влияние на величину проектного риска.

2. Ценовое регулирование. Ценовая стратегия для большинства предприятий является важнейшим способом управления уровнем проектного и общего риска. Снижение цены увеличивает потенциальный спрос, но также увеличивает точку безубыточности. Анализ инвестиционной чувствительности, дерево решений и имитационное моделирование являются основными приемами оценки взаимозависимости между ценой продукции и риском.

3. Управление величиной финансового рычага основывается на регулировании и контроле соотношения собственных и заемных источников финансирования, а также на степени использования средств, формирующих постоянные финансовые издержки (кредиты, привилегированные акции, финансовый лизинг). Привлечение дополнительных заемных средств финансирования в целом повышает рентабельность собственного капитала, но в то же время увеличивает риск невыполнения своих обязательств в случае неблагоприятного стечения обстоятельств для данного инвестиционного проекта.

4. Диверсификация инвестиционных активов. Инвестируя средства в различные инвестиционные проекты, на которые по возможности не влияют одинаковые специфические факторы риска, финансовые аналитики могут снизить уровень общего риска за счет исключения несистематической его компоненты.

5. Тщательная проработка стратегии инвестиционного развития с учетом наиболее благоприятных вариантов налогообложения. Предпочтительная ориентация на льготируемые виды деятельности и на получение инвестиционного налогового кредита способствует увеличению валового дохода, большей предсказуемости денежных потоков и в целом — снижению проектного риска.

6. Регулирование оптимального объема реализации, контроль за использованием и состоянием производственного потенциала предприятия позволяют, базирясь на текущем и предполагаемом уровне спроса, сбалансированно подходить к разработке производственной программы инвестиционного проекта, а также оценивать эффективный объем продаж с учетом максимального коэффициента использования производственной мощности предприятия и безубыточного уровня реализации продукции.

7. Комплексное использование финансовых методов и рычагов с целью более эффективного управления программами инвестиционного развития, повышения безопасности их реализации и снижения общего риска предприятия. В частности, страхование, факторинг и оптимальное сочетание различных форм расчетов позволяют обезопасить предприятие от последствий неплатежеспособности непосредственно связанных с ним сторонних организаций (поставщиков, покупателей продукции, банков и пр.).

8. Гибкое регулирование дивидендными выплатами и разработка приемлемой для предприятия учетной политики косвенно воздействуют на уровень общего риска за счет создания более благоприятных финансовых условий для реализации инвестиционного проекта.

9. Разработка приемлемых ориентиров (оптимальных значений) инвестиционной политики: определение максимальных размеров привлечения заемного капитала и безопасного срока непогашения дебиторской задолженности, уровня риска и отраслевой рентабельности, установление минимального размера (доли) высоколиквидных активов и максимального срока окупаемости вложений.

10. Создание системы резервов на предприятии (формирование резервного фонда, фонда погашения безнадежной дебиторской задолженности, материальных запасов, нормативного остатка денежных средств и их эквивалентов).

11. Детальная проработка условий контрактов на капитальное строительство и прочих договоров (включение со своей стороны перечня форс-мажорных обстоятельств, учет возможности пересмотра условий поставки или продажи товаров вследствие изменения внешних факторов, введение системы штрафных санкций).

12. Организация постоянного мониторинга внешней среды и создание действенной системы оперативного воздействия на объект управления с целью снижения негативных последствий текущего и будущего изменения условий реализации проекта.

13. Получение от контрагентов определенных гарантий, в лучшем случае — поручительств от третьих лиц (поручителями могут выступать администрации субъектов Российской Федерации, крупные финансовые институты и промышленные компании).

В заключение отметим, что для получения наилучшего результата эти методы должны применяться в комплексе.

7.3. Учет влияния инфляции на оценку инвестиционных проектов

Инфляция — это обесценение денег, находящихся в обращении, т.е. падение (снижение) их покупательной способности, наличие в сфере обращения избыточных денег, не обеспеченных ростом товарной массы. Инфляция имеет несколько взаимосвязанных причин и представляет собой чрезвычайно сложный, противоречивый и недостаточно изученный процесс. Она может быть результатом сокращения товарной массы в обращении (реального предложения товаров народного потребления, продуктов питания, услуг для населения и т.п.) при неизменном количестве выпущенных денег или (что еще хуже) при увеличении их выпуска, а также росте цен и падении реальной заработной платы. Инфляция может быть как открытой, ценовой, так и скрытой, подавленной, проявляющейся прежде всего в дефиците, ухудшении качества товаров, когда повышение цен на продукцию осуществляется при ухудшении ее качества, снижении надежности и т.д.

Факторами возникновения инфляции могут быть:

1) чрезмерные военные расходы, которые, с одной стороны, порождают дефицит государственного бюджета и увеличивают государственный долг, с другой — вызывают в обращение дополнительные денежные знаки за счет оплаты труда работников этой сферы без поступления товаров в оборот;

2) значительные долгосрочные капитальные вложения (инвестиции превышают возможности экономики);

3) необоснованное повышение цен и увеличение оплаты труда (опережающий рост заработной платы по сравнению с ростом производства и повышением производительности труда);

4) неоправданно низкий курс национальной валюты и увеличенный размер ее обмена на иностранную;

5) расширение сфер влияния монополистических объединений, корпораций, банков и других структур, их монополизм в производстве отдельных видов продукции, оказании услуг;

6) расширение масштабов банковского кредитования сверх реальных возможностей кредитной системы;

7) значительный выпуск в обращение денег и ценных бумаг (эмиссия);

8) сокращение поступлений от внешней торговли, отрицательное сальдо внешнеторгового и платежного балансов и др.

При рассмотрении причин инфляции часто проводят различие между двумя ее видами — инфляцией покупателей (инфляцией спроса), когда у покупателей имеется избыток денежных средств, что приводит к избыточному спросу и росту цен, и инфляцией продавцов (инфляцией издержек), когда растут производственные издержки в результате, например, необоснованного повышения оплаты труда или удорожания сырьевых и других ресурсов. На практике разделить эти два вида инфляции весьма сложно.

В зависимости от характера и темпов нарастания инфляционных процессов различают ползучую инфляцию, для которой характерны относительно невысокие темпы роста цен, галопирующую инфляцию и гиперинфляцию, когда рост цен составляет свыше 50% в месяц. Галопирующая инфляция и гиперинфляция оказывают разрушительное воздействие на объем национального производства. Причина заключается в том, что, когда цены растут хотя и постоянно, но медленно, население и предприятия как бы заблаговременно готовятся к их повышению, стремятся потратить накопленные сбережения и текущие доходы. Поскольку стоимость жизни возрастает, работники требуют и получают более высокую номинальную заработную плату, а предприятия стремятся поднять цены на свои товары, работы, услуги. Но так как в результате такого повышения цен снова увеличивается стоимость жизни, работники вновь требуют и добиваются повышения оплаты труда, что ведет к новому витку цен, т.е. имеет место инфляционная спираль заработной платы и цен.

Такая инфляция способствует и тому, что усилия направляются не на производственную, а на посредническую, часто спекулятивную деятельность. Предприятиям становится более выгодно накапливать материальные ресурсы и готовую продукцию в ожидании очередного повышения цен, возникает несоответствие спроса и предложения, что усиливает инфляционные процессы. В чрезвычайной ситуации, когда цены подскакивают, нормальные эко-

номические отношения рушатся. Производители не знают, какую цену назначать, потребители — какую платить. Все хотят получить реальные товары или услуги, процветает бартер. В таких случаях кредиторы избегают своих должников, чтобы не получить деньги в «дешевых деньгах», которые фактически теряют цену и перестают выполнять свои функции в качестве меры стоимости и средства обмена. Эти функции часто выполняет иностранная конвертируемая валюта, например, доллар США, евро и, как следствие, инфляция превращается в галопирующую инфляцию и гиперинфляцию, что ускоряет финансовый крах, экономический, социальный, а возможно, и политический хаос. При этом почти всегда значительно увеличивается денежная масса в обороте.

В условиях ориентации предприятия на ожидаемую инфляцию приходится считаться с реальными условиями информации о состоянии цен на соответствующих рынках. Оценка инфляционного ожидания может базироваться как на внешней информации, так и на собственных оценках. К внешней информации относят:

- прогноз экономического и социального развития страны, который ежегодно представляется в парламентские структуры и публикуется в средствах массовой информации;
- проект федерального бюджета Правительства РФ на предстоящий год, в котором дается оценка ожидаемой инфляции, учитываемой в бюджетных расчетах, и данные об утвержденном бюджете и его исполнении;
- расчеты Центрального банка РФ о возможных темпах инфляции;
- данные опросов работников предприятий, проводимых различными организациями и публикуемых в газетах;
- оценки экспертов, выполняемые как в частном порядке, так и с использованием результатов исследований различных научных организаций.

В настоящее время разработано множество методов и технических приемов прогнозирования инфляции и динамики цен, каждый из которых с различной степенью вероятности отражает реальный процесс. Как считают специалисты, оценку инфляционного ожидания целесообразно проводить поэтапно:

1-й этап — уточнение конкретных показателей динамики цен, которые подлежат оценке и прогнозированию, определение периода прогнозирования;

2-й этап — подготовка информации и анализ исходных данных за предшествующий период как по показателям прогноза, содержащимся в его выводах, так и по факторам и условиям, влияющим на конечные показатели;

3-й этап — выявление факторов и условий, которые будут влиять на темпы инфляции, определение количественной меры их воздействия;

4-й этап — расчет темпа инфляции;

5-й этап — вероятностная оценка инфляционного ожидания по схемам наиболее благоприятной социально-экономической ситуации, оптимальной социально-экономической ситуации и менее благоприятной социально-экономической ситуации.

При оценке инфляционного ожидания необходимо учитывать как объективные закономерности и условия формирования динамики цен в рыночной экономике, так и воздействие государства на инфляционные процессы. Опыт многих стран показывает, что главным условием эффективной антиинфляционной политики может быть лишь комплексное государственное воздействие на обе группы факторов, определяющих формирование рыночных цен: во-первых, на платежеспособный спрос и, во-вторых, на предложение товаров и услуг, издержки их производства и реализации. Результатом такого воздействия является нейтрализация инфляции спроса и издержек.

Таким образом, для выполнения эффективного анализа целесообразности реализации инвестиционного проекта рекомендуется прогнозировать показатели инфляции за весь срок действия проекта (по годам). При этом желательно принять несколько альтернативных прогнозов — пессимистичных и оптимистичных — с учетом изменений стоимости поступлений и выплат.

Факторами и показателями (их группой), учитывающими инфляцию, являются:

1) курс рубля по отношению к доллару США — указывается значение курса на предполагаемую дату начала проекта (текущую дату), при этом под курсовой инфляцией понимается прогнозируемый уровень роста (падения) соотношения курсов валют (рубль/доллар) в процентах за год;

2) инфляция сбыта — прогнозируемый рост или снижение цен на производимую продукцию (работы, услуги) в процентах за год (и рублях — на внутреннем, в долларах — на внешнем рынке); в случае превышения темпов роста цен над темпами девальвации денежной единицы (изменения соотношения курсов валют) может сложиться ситуация, когда цены на внутреннем рынке в рублях превысят уровень мировых цен;

3) инфляция переменных издержек производства (себестоимости продукции, работ, услуг) — прогнозируемый рост или снижение цен в процентах за год на материалы, комплектующие изделия и другие прямые издержки (за исключением сдельной заработной

платы); при этом принимается во внимание, что различные статьи затрат имеют и различные инфляционные характеристики, что учитывается пропорционально их доле в структуре прямых затрат;

4) инфляция заработной платы — прогнозируемый рост уровня оплаты труда в процентах за год;

5) инфляция общих постоянных и административных издержек — рост или сокращение этого показателя определяют по статьям расходов в сумме фиксированных затрат;

6) инфляция основных фондов — прогнозируемый рост или сокращение стоимости основных фондов в процентах за год, при этом обобщенный показатель инфляции рассчитывается по каждой категории активов, используемых в проекте, в соответствии с долевой стоимостью каждого из них в структуре основных средств.

Управление инфляцией представляет важнейшую проблему как денежно-кредитной, так и в целом экономической политики, порожденную конкретными условиями и противоречиями переходного периода к рынку. В результате процесс инфляции в различных его проявлениях носит, как правило, не случайный, а весьма устойчивый и неизбежный характер.

В случаях, когда при оценке эффективности инвестиционных проектов возникает необходимость учета инфляции, рекомендуется произвести некоторую модификацию расчетов, так как дисконтированная стоимость в реальном исчислении будущих денежных средств сокращается и может быть определена по формуле

$$PV = K_0 / (1 + E + Y)^t, \quad (7.14)$$

где PV — дисконтированная стоимость;

K_0 — первоначальные инвестиции;

E — годовая процентная ставка;

Y — уровень инфляции;

t — фактор времени (число лет).

При использовании для учета инфляции методов дисконтирования денежных потоков (притоков и оттоков) сложной является проблема определения темпов роста цен, особенно если годовые темпы инфляции в предстоящие периоды трудно прогнозируемы. Цены на продукцию (товары, услуги) изменяются под влиянием многих факторов. Так, рост производительности труда, снижение материалоемкости продукции и т.д. снижают текущие издержки производства, что в свою очередь приводит к снижению цен. Решения же, направленные на финансовую поддержку отдельных

субъектов экономики, предоставление льготных кредитов или льготное налогообложение, вызывают их рост.

Для расчета уровня цен на установленную дату либо за определенный период времени используют индекс цен — обобщающий показатель динамики и соотношения их уровня. Он может быть индивидуальным, определяемым для отдельных видов товаров (услуг), и сводным, характеризующим соотношение уровня цен (товаров, услуг) в их совокупности. В свою очередь сводные индексы цен подразделяются на общие, охватывающие всю изучаемую совокупность товаров и услуг, и групповые, определяемые для отдельных групп товаров (услуг).

Сводные индексы $I_{ц}$ цен исчисляются по формулам агрегатного или среднего гармонического индексов:

$$I_{ц} = \sum p_1 q_1 / p_0 q_0, \quad (7.15)$$

$$I_{ц} = \sum p_1 q_1 / (1 : i) p_1 q_1, \quad (7.16)$$

где p_0 и p_1 — цены в базисном и отчетном периодах соответственно;

q_0 и q_1 — количество товара в базисном и отчетном (проектном и т.д.) периодах соответственно;

i — индивидуальный индекс.

Обе формулы дают одинаковые результаты, а выбор одной из них определяется характером исходных данных. Так, формула агрегатного индекса используется при наличии данных о ценах и количестве отдельных видов товаров в натуральном выражении; формула среднего гармонического индекса — о стоимостном выражении цен по отдельным видам или группам товаров.

Для оценки инфляционного ожидания в инвестиционной стратегии предприятия рекомендуется использовать перечисленные ниже показатели, которые приняты в статистической практике и социально-экономическом прогнозировании. Наиболее распространенным показателем инфляции является *сводный индекс потребительских цен на товары и услуги (ИПЦ)*, показывающий динамику изменения цен рыночной корзины, т.е. цен рыночного набора потребительских товаров. Он систематически публикуется Федеральной службой государственной статистики и комментируется в средствах массовой информации, рассчитывается органами статистики еженедельно по данным оперативной отчетности, по уточненным данным — ежемесячно по отношению к декабрю прошлого года. Данный индекс используется для перевода номинального объема продукции (дохода) в реальный. Номинальная стоимость — это стоимость, указанная на ценных бумагах, бумажных деньгах, банкнотах, монетах; номинальная цена — цена товара, указанная в прейску-

рантах или на самом товаре; номинальная заработная плата — заработная плата, выраженная в деньгах. Ее уровень не связан с ценами на товары и услуги. Реальная же заработная плата выражается в материальных благах и услугах. Она показывает, какое количество предметов потребления и услуг может фактически приобрести работник на свою заработную плату, и определяется не только размером номинальной заработной платы, цен на предметы потребления и услуги, но и величиной взимаемых налогов.

Экономисты считают, что ИПЦ существенно завышает уровень инфляции. Кроме того, следует иметь в виду, что когда растут цены, возрастает и заработная плата (повышается ее минимальный уровень), что служит дополнительным фактором инфляции. Таким образом, ИЦП является не только инструментом измерения инфляции, но и ее частью.

Индекс цен производителей промышленной продукции, также систематически публикуемый Госкомстатом России, необходим для оценки инфляции цен на продукцию, производимую промышленностью. Индекс рассчитывается ежемесячно по отношению к декабрю предыдущего года, но также и в сопоставлении периода текущего года к соответствующему периоду предыдущего года.

Индекс тарифов на грузовые перевозки дает динамику тарифов на грузовые перевозки, осуществляемые всеми видами транспорта общего пользования.

Индекс на материально-технические ресурсы рассчитывается на основе данных о средних ценах по группам продукции производственно-технического назначения, приобретаемой предприятиями и организациями для текущего потребления. Таким образом, в этом индексе цен отражаются не только изменения цен на продукцию, отпускаемую предприятием-изготовителем, но и затраты на транспортировку продукции, снабженческо-сбытовые расходы (включая посредников), а также акцизы.

Индекс цен на сельскохозяйственную продукцию отражает изменение цен реализации производителями сельскохозяйственной продукции. Из-за сезонности сельскохозяйственного производства наиболее достоверным является индекс, исчисленный по товарной продукции отчетного года к предыдущему году, т.е. в среднем за соответствующие годы. Сопоставление индексов цен на сельскохозяйственную продукцию с изменениями средних цен за год на потребительские товары производителей промышленной продукции и тарифов на грузовые перевозки показывает, что в последние годы рост цен реализации производителями сельскохозяйствен-

ной продукции существенно отставал от роста цен в других сферах товарного обращения.

В случаях, когда расчет темпа инфляции T_{t+1} выполняется на основе индексов потребительских цен I , его определяют по следующей формуле:

$$T_{t+1} = (I_{t+1} - I_t) : I_t, \quad (7.17)$$

где I_{t+1} , I_t , I_{t-1} — ИПЦ в последующий, текущий и предыдущий периоды времени соответственно.

В расчетах обычно используют годовой индекс роста цен, и если располагают темпами инфляции по каждому из них, то рост цен можно определить практически за любой период времени.

Инфляция оказывает влияние и на уровень процентных ставок — размер платы за полученный заемщиком кредит. Поэтому различают номинальную процентную ставку, увеличивающую стоимость единицы денежного капитала, которая показывает, на сколько процентов он возрастает к определенному сроку по сравнению с представленным сегодня кредитом, и реальную, измеряемую количеством продукции, товаров и услуг, которые можно действительно приобрести (отражает состояние и прирост покупательной способности денежного капитала). Чем выше уровень инфляции U , тем значительнее разница между номинальной E_n и реальной E_p процентными ставками, так как $E_p = E_n - U$.

Считается, что существует простой, теоретически верный способ учета инфляции. Если прогноз денежных потоков отражает мнение относительно будущей инфляции и выбрана номинальная ставка дисконтирования, то теоретически верным показателем может быть чистая текущая стоимость. Следовательно, если используются номинальные деньги и номинальная ставка дисконтирования, то тем самым уже принимается во внимание инфляция. Но некоторые руководители предпочитают использовать реальные деньги и реальную ставку дисконтирования. Тогда, изменяя предполагаемый уровень инфляции, они смогут проверить, насколько чувствителен инвестиционный проект к инфляции. Таким образом, денежные потоки от проекта можно представить как номинальные или как реальные. Стоимость же активов не должна зависеть от того, оценивают их в номинальных или в реальных величинах, если только в каждом случае используется надлежащая ставка дисконтирования. В случаях, когда применяются реальные денежные потоки, ставка дисконтирования должна быть реальной, и наоборот.

Основные меры по нейтрализации инфляции:

- регулирование цен и оплаты труда как рыночными, так и административными методами, вплоть до блокирования их роста на определенный период;
- ликвидация отставания темпов производства продукции от роста платежеспособного спроса;
- стабилизация и стимулирование производства, совершенствование налоговой системы и создание рыночной инфраструктуры;
- повышение ответственности за результаты производственно-хозяйственной деятельности, изменение обменного курса рубля;
- оздоровление финансовой системы, сдерживание кредитной экспансии, ужесточение эмиссии как наличных, так и безналичных денег, и др.

8.1. Инвестиционные качества ценных бумаг

Фондовый рынок является важным составляющим элементом финансового рынка, который обеспечивает распределение денежных средств между участниками экономических отношений. Благодаря данному распределению и переливу временно свободных денежных ресурсов из одной сферы в другую и от одного экономического субъекта другому проявляется главная функция рынка ценных бумаг. Отношения на фондовом рынке осуществляются посредством выпуска специальных документов — ценных бумаг, которые отражают связанные с ними имущественные права, могут самостоятельно обращаться на рынке и быть объектом купли-продажи, иных сделок, служат источником получения регулярного или разового дохода, выступают разновидностью денежного капитала. Существует огромное количество различных видов ценных бумаг, поэтому инвестор в зависимости от своих инвестиционных целей выбирает те или иные ценные бумаги для формирования своего портфеля.

Согласно Гражданскому кодексу РФ и действующим положениям о выпуске и обращении ценных бумаг в России ценная бумага — это денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа к лицу, выпустившему такой документ. Таким образом, ценная бумага представляет собой документ, закрепляющий определенные права (стандартизированные для каждого вида ценных бумаг), требовать осуществления которых возможно только при предъявлении ценной бумаги. Следует различать два вида прав, связанных с ценными бумагами. С одной стороны, ценная бумага является имуществом (вещью), объектом сделок и на нее могут возникать права собственности или иные вещные права (хозяйственного ведения,

оперативного управления), это так называемое право на бумагу (эмитенту-должнику); с другой стороны, из ценной бумаги могут следовать различные права (например, право на часть дохода организации), это так называемое право из бумаги. Ценные бумаги как объекты гражданских прав имеют свободный характер перехода от одного лица к другому в порядке универсального правопреемства и не ограничены в обороте.

К ценным бумагам относятся акции акционерных обществ, облигации, государственные долговые обязательства, векселя, производные ценные бумаги. Классификация ценных бумаг по основным признакам представлена в табл. 8.1¹.

Таблица 8.1

Классификация ценных бумаг

Классификационный признак	Вид ценных бумаг
1	2
Срок существования	Срочные — ценные бумаги, имеющие установленный срок существования (долго-, средне- и краткосрочные) Бессрочные — ценные бумаги, существующие вечно
Происхождение	Первичные — ценные бумаги, основанные на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги Вторичные — ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг
Формы существования	Бумажные, или документарные Безбумажные, или бездокументарные
Национальная принадлежность	Отечественные Иностранные
Тип использования	Инвестиционные, или капитальные, — ценные бумаги, являющиеся объектом вложения капитала Неинвестиционные — ценные бумаги, которые обслуживают денежные расчеты на товарных или других рынках

¹ Каратуев А.Г. Ценные бумаги. М., 1997. С. 4; Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учеб. пособие. М. : ИНФРА-М, 2001.

Окончание табл. 8.1

1	2
Порядок владения	Предъявительские — ценные бумаги, которые не фиксируют имени их владельца, и их обращение осуществляется путем простой передачи от одного лица другому Именные — ценные бумаги, содержащие имя их владельца и, кроме того, регистрируемые в специальном реестре. Их передача осуществляется с помощью передаточной надписи — цессии Ордерные — именные ценные бумаги, передаваемые другому лицу путем совершения на них передаточной надписи — индоссамента
Форма выпуска	Эмиссионные — ценные бумаги, выпускаемые обычно крупными сериями, в больших количествах, внутри каждой серии все ценные бумаги абсолютно идентичны
Форма собственности	Государственные Негосударственные — ценные бумаги, которые выпускаются в обращение корпорациями (компаниями, банками, организациями) и частными лицами
Характер обращения	Рыночные, или свободно обращающиеся Нерыночные (обращение ценных бумаг ограничено и их нельзя продать никому кроме эмитента и через оговоренный срок)
Уровень риска	Безрисковые и малорисковые Рисковые
Наличие дохода	Доходные Бездоходные
Форма вложения средств	Долговые — ценные бумаги, имеющие фиксированную процентную ставку и являющиеся обязательством выплатить сумму долга на определенную дату в будущем Владельческие долговые — ценные бумаги, дающие право собственности на соответствующие активы
Экономическая сущность	Акции, облигации, векселя и др.

Из приведенного в табл. 8.1 перечня ценных бумаг видно, что в него входят разнотипные инструменты, соответствующие характеру ресурсов, права на которые они выражают.

Ценные бумаги выступают как юридическая и экономическая категория. Как юридическая категория ценная бумага удостове-

ряет право владения ценной бумагой, закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению, и определяет право управления. Как экономическая категория ценная бумага обладает определенными качествами: ликвидностью, обращаемостью, серийностью, рыночным характером, стандартностью, доходностью, участием в гражданском обороте.

Ценные бумаги выпускаются как в индивидуальном порядке (векселя), так и сериями (акции, облигации и т.д.). При выпуске ценных бумаг сериями они относятся к категории эмиссионных ценных бумаг, поэтому их выпуск контролируется государством (Минфином России). Эмиссионная ценная бумага характеризуется следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав ее владельца;
- размещается выпусками;
- имеет равный объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

Государство или юридическое лицо, выпускающее ценные бумаги, называется эмитентом. Ценные бумаги могут быть выпущены в наличной и безналичной форме. Наличная форма — бумага отпечатана на бланке, удовлетворяющем требованиям нормативных документов Минфина России. Бланки ценных бумаг могут выпускать только организации, получившие лицензию на осуществление этой деятельности. Бумаги, выпускаемые в безналичной форме, не имеют материального воплощения, а права их владельцев фиксируются в регистрационном документе, называемом глобальным сертификатом.

Документарные ценные бумаги могут быть на предъявителя, именными и ордерными. Бумага на предъявителя не содержит имени ее владельца и передается другому лицу простым вручением. На именной бумаге значится имя ее владельца. Передача именной ценной бумаги осуществляется с помощью передаточной надписи на ней — цессии. Последнее имя на бумаге — имя ее владельца. Ценная бумага является ордерной, если она передается другому лицу по приказу владельца, т.е. по ордеру. Ордер представляет собой передаточную надпись, которая называется индоссаментом (вексель). Различие именной и ценной бумаг заключается в том, что индоссант (лицо, передающее ордерную бумагу) несет

ответственность за неисполнение обязательств по ней, а цедент отвечает только за подлинность бумаги.

Ценные бумаги характеризуются набором следующих количественных параметров.

Номинал — нарицательная стоимость, устанавливаемая при эмиссии и отражаемая в акционерном сертификате либо напечатанная на бланке. Ее значение является базовым при дальнейших перерасчетах и начислениях процентов.

Эмиссионная цена — цена, по которой ценная бумага продается на первичном рынке, отличается от номинальной на величину надбавки дилерской фирмы, реализующей партии ценных бумаг среди инвесторов.

Рыночная стоимость (курсовая стоимость, курс ценной бумаги) — текущая стоимость бумаги на бирже или во внебиржевом обороте. Курс ценной бумаги определяется соотношением спроса и предложения и формируется как интегральное выражение мнений об ожидаемой прибыльности эмитента и в целом о его перспективах.

Наиболее распространенным видом ценных бумаг являются акции. *Акция* — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, а также на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после ликвидации. Одно из главных преимуществ создания юридического лица состоит в том, что, как правило, оно обладает ограниченной юридической ответственностью, т.е. акционеры несут ответственность только в размере своего внесенного вклада в финансирование компании. Таким образом, владение акциями компании несет в себе риск потери инвестиций в полном объеме в случае финансового краха компании.

Акционеры имеют право на получение дивидендов после уплаты процентов по долговым обязательствам (облигации). Дивиденд — часть прибыли акционерного общества, ежегодно или с другой периодичностью направляемая на выплату по акциям и распределяемая между акционерами в соответствии с количеством и видом акций, находящихся в их владении. Дивиденды выплачиваются акционерам по итогам деятельности акционерного общества за год. Общество обязано выплатить объявленные по акциям каждой категории (типа) дивиденды. Акционеры могут либо согласиться на получение своей доли прибыли в виде дивидендов, либо оставить

эту прибыль на балансе организации в виде резервов. Дивиденды выплачиваются деньгами, а в случаях, предусмотренных уставом общества, — иным имуществом. Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества. Дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться за счет специально предназначенных для этого фондов общества. Решение о выплате годовых дивидендов, размере годового дивиденда и форме его выплаты по акциям каждой категории (типа) принимается общим собранием акционеров. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества.

Акция является бессрочной, т.е. обращается на рынке до тех пор, пока существует выпустившее ее общество. Акции могут эмитироваться как в наличной, так и в безналичной форме. При наличной эмиссии акционеру выдаются бланки акций, которые имеют несколько степеней защиты. При безналичной форме акционеру выдается сертификат акций — документ, удостоверяющий право владения определенным числом акций. Акции выпускаются именными и на предъявителя. По российскому законодательству акция может быть только именной. По форме и характеру получения дивидендов различаются привилегированные и обыкновенные акции.

Привилегированные акции предоставляют преимущественное право на получение дивидендов, которые выплачиваются по фиксированной годовой ставке. Они не имеют права голоса и права на часть имущества, оставшегося после ликвидации. Привилегированные акции общества одного типа предоставляют акционерам — их владельцам одинаковый объем прав и имеют одинаковую номинальную стоимость.

В уставе общества должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям каждого типа. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными, если уставом общества установлен порядок их определения. Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций.

Если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определен размер дивиденда, уставом общества должна быть также установлена очередность выплаты дивидендов по каждому из них, а если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определена ликвидационная стоимость, — очередность выплаты ликвидационной стоимости по каждому из них.

Уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям определенного типа, размер которого определен уставом, накапливается и выплачивается не позднее срока, определенного уставом (кумулятивные привилегированные акции). Если уставом общества такой срок не установлен, привилегированные акции кумулятивными не являются.

Обыкновенные акции предоставляют возможность управления акционерным обществом, дают право голоса на собраниях компании по вопросам ее политики, одобрения дивидендов, предложений директорами, избрания директоров, а также право на пропорциональную долю активов компании в случае прекращения ее деятельности, но размер получаемого по ним дивиденда зависит только от результатов работы фирмы и заранее ничем не гарантируется. Держатели этих акций могут претендовать на доход только после того, как фирмой будут выплачены все налоги, доходы по облигациям и привилегированным акциям, а также внесены суммы резервирования необходимых средств на развитие фирмы. Каждая обыкновенная акция общества предоставляет ее владельцу одинаковый объем прав.

Облигации — это срочные долговые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа между их владельцем и эмитентом. Как долговое обязательство облигация дает ее владельцу следующие права:

- на возврат номинала;
- на заранее определенный доход;
- право принуждения — возможность требовать выполнения первых двух пунктов в судебном порядке.

Облигации имеют право выпускать только юридические лица (предприятия, акционерные общества, кооперативы, банки, государство или муниципалитет). Они выпускаются, как правило, на срок более одного года.

Все платежи по облигациям удовлетворяются эмитентом в первую очередь. Облигации акционерного общества не дают права участвовать в собраниях общества, они эмитируются на определенный период и по его истечении выкупаются по номиналу. Облигации имеют следующие базовые характеристики.

Номинал — цена, отпечатанная на бланке.

Дисконт — разница между продажной ценой и номиналом. Если она положительна, то это премия.

Корпоративные облигации могут быть именными и на предъявителя. Облигации государственных и муниципальных займов выпускаются на предъявителя.

Для государственных и корпоративных облигаций прежде всего предполагается периодическая выплата доходов в виде процентов, которая производится по купонам. Купон — это отрезной талон с напечатанной на нем цифрой купонной ставки. Факт выплаты дохода отмечают изъятием купона из прилагающейся к облигации карты. Величина купона зависит от имиджа и надежности эмитента. На купон также влияет срок обращения облигации: чем длительнее срок, тем больше купон, так как рыночный риск прямо пропорционален сроку обращения облигации. Процентные ставки и цены облигаций меняются в противоположных направлениях. Общее правило таково: цены облигаций растут по мере падения процентных ставок и падают по мере их роста. Купонный доход может выплачиваться ежеквартально, 1 раз в полгода и ежегодно.

Отношение суммы процентных платежей, полученных за год, к номинальной стоимости облигации называется ее купонной доходностью (таким образом, это процент, под который выпущена облигация). В зависимости от условий займа купонный доход может начисляться периодически. Связанное с владением облигацией право получать фиксированную сумму ежегодно в течение ряда лет именуют аннуитетом.

Отношение суммы процентных платежей, полученных за год, к рыночной стоимости облигации носит название текущей доходности.

Государственные ценные бумаги — это бумаги, которые выпускаются и обеспечиваются государством и используются для пополнения государственного бюджета. Основные виды государственных ценных бумаг представлены в табл. 8.2.

Таблица 8.2

Основные виды государственных ценных бумаг

Эмитент	Срок обращения		
	краткосрочные	среднесрочные	долгосрочные
Федеральные органы власти	Государственные бескупонные облигации (ГКО) Казначейские обязательства (КО) Облигации Банка России (ОБР)	Облигации федерального займа (ОФЗ) Облигации золотого федерального займа (ОЗФЗ) Облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ)	Облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ)
Муниципальные органы власти	Муниципальные краткосрочные бескупонные облигации (МКО) Муниципальные векселя	Муниципальные среднесрочные облигации	Муниципальные жилищные сертификаты

Производные ценные бумаги — инвестиционные инструменты, цена которых является производной от цены других инструментов. Это также означает, что эти инструменты не могли бы существовать при отсутствии базового инструмента (или индекса), т.е., если по какой-либо причине прекратится торговля базовым инструментом, прекратится и обращение производного инструмента. Производные инструменты включают американские и глобальные депозитарные расписки (ADR, GDR), фьючерсы, опционы, форварды, а также СВОПы (SWAPS), соглашения о будущих процентных ставках (Forward Rate Agreements — FRAs) и свопционы (SWAPTIONS). Последние три вида инструментов «продолжают тему» фьючерсов и опционов.

Депозитарные расписки — это рыночные ценные бумаги, представляющие определенное количество лежащих в их основе акций (т.е. отдельные акции они представляют очень редко). Они являются производными инструментами только в том смысле, что исходные ценные бумаги приобретаются и являются собственностью депозитария, который затем выпускает свои собственные расписки для покупателей о том, что они имеют право пользоваться выгодами от этих ценных бумаг. Данные бумаги зарегистрированы на уполномоченной фондовой бирже (кроме бумаг уровня 1) за преде-

лами страны эмитента, и торговля и расчеты по ним производятся по обычным правилам данной фондовой биржи. Базовые акции находятся на хранении на имя банка-депозитария в стране выпуска акций. Депозитарные расписки деноминированы только в крупных свободно конвертируемых международных валютах. Расчеты по всем распискам проходят либо через Депозитарную трастовую компанию (DTC) в США, либо через EUROCLEAR в Европе. За исключением разницы из-за изменения курса валюты, цена на эти расписки меняется пункт в пункт с изменением цены на базовые ценные бумаги, кроме тех случаев, когда на местном рынке ограничено участие зарубежных инвесторов.

Фьючерсы — это обязательные для выполнения соглашения либо на покупку, либо на продажу базового инструмента по цене, оговоренной в данный момент для поставки в какое-то время в будущем. По окончании срока действия контракта должна произойти поставка. Базовым инструментом может быть биржевой товар определенного количества и качества, валюта, финансовые инструменты. Сделки заключаются через Расчетную палату, утвержденную биржей. Условия контрактов являются унифицированными: контрагентами вносятся начальная маржа (депозит), выполняющая функцию залога, который возвращается после исполнения контракта.

Обычные стратегии срочного (фьючерсного) рынка — игра на повышение (игроки — «быки») и игра на понижение (игроки — «медведи»). Покупка контрактов в надежде на повышение курса и их последующее погашение продажей по возросшей цене — таковы действия «быков». Продажа контрактов и их погашение покупкой после снижения цены — тактика «медведей». В обоих случаях угадавший тенденцию цены выигрывает разницу.

В настоящее время в России реально существуют фьючерсные рынки валюты и нефти, однако торговля контрактами на нефть вызывает много споров и разногласий. Устоявшимся можно считать лишь срочный рынок валюты, который функционирует как на крупнейших центральных биржах — Московской товарной бирже (МТБ), Московской торговой палате (МТП), так и на некоторых региональных, например, Сибирской фондовой бирже (СФБ). Технически фьючерсы могут обращаться только на биржах.

Опционы намного сложнее фьючерсных контрактов. Опционный контракт дает своему покупателю (или держателю) право, но не обязанность принять (колл) или осуществить (пут) поставку базового актива по заранее согласованной цене исполнения (страйк)

к заранее определенной дате (американский стиль) или только в такую дату (европейский стиль) при оплате премии (цена опциона) продавцу (написателю) опциона.

Владелец (покупатель) опциона выплачивает продавцу своеобразные комиссионные (премию) в расчете на единицу базисного актива, которая называется ценой, или полной стоимостью опциона (подобно цене страхового полиса).

Цена базисного актива (его единицы), согласованная в опционном договоре, называется ценой исполнения (реализации) опциона, или контрактной ценой.

Класс — опционные контракты, в основе которых лежит один и тот же базисный актив.

Серия — опционы одного класса, выписанные на одинаковый срок по одинаковой цене исполнения.

Варрант — это гибридная ценная бумага (похож на опцион колл). Он дает покупателю право, но не обязанность приобрести определенный базовый инструмент по установленной цене (цена подписки) в определенные сроки до даты экспирации или в эту дату.

Основная разница между опционами и варрантами состоит в следующем: варранты технически выпускаются компанией, а опционы создаются решением сторон сделки. Варранты обычно действуют от 5 до 10 лет, а опционы — от одного дня до двух лет (обычно девять месяцев).

Коносамент — безусловное обязательство морского перевозчика доставить груз по назначению в соответствии с условиями договора перевозки, выданное собственнику груза. Коносамент удостоверяет:

- факт заключения договора перевозки;
- факт приема груза к отправке;
- право распоряжения и право собственности держателя коносамента на груз;
- право держателя на владение и распоряжение коносаментом.

Отсутствие сведений о перевозимом грузе лишает коносамент статуса ценной бумаги. Коносамент может быть предъявительским, ордерным или именным.

Чеки — это документы установленной формы, содержащие письменное распоряжение чекодателя банку уплатить держателю чека указанную в нем сумму. Особенности чека:

- выражает только расчетные функции и как самостоятельное имущество в сделках не участвует (его нельзя купить, заложить, передать в управление или дать взаймы);

- плательщиком по чеку всегда выступает банк или иное кредитное учреждение, имеющее лицензию на совершение таких операций;
- чек не требует акцепта плательщика, поскольку предполагается, что чекодатель депонировал у плательщика необходимую для этого сумму денег.

Депозитные сертификаты — письменные свидетельства кредитных учреждений о депонировании денежных средств, удостоверяющие право вкладчика на получение депозита. Депозитные сертификаты являются разновидностью срочных банковских вкладов. Они выпускаются сроком от двух недель до одного года (чаще всего на три месяца)¹. Законодательство западных стран обычно устанавливает минимальный размер депозита.

Когда возникает потребность в наличности, владельцы сертификатов могут продать их на вторичном рынке или непосредственно использовать депозитные сертификаты в расчетах по торговым сделкам и банковским займам. Цена сертификата определяется с учетом емкости вторичного рынка, срока погашения и текущей процентной ставки по инструментам того же класса. Депозитные сертификаты выпускаются на предъявителя и не требуют отметок при передаче другому лицу.

Закладные — это именные ценные бумаги, которые удостоверяют право на получение обеспеченного ипотекой имущества после исполнения денежного обязательства, право залога имущества, указанное в договоре об ипотеке. Они подлежат обязательной государственной регистрации.

Вексель — это составленное по установленной законом форме безусловное письменное долговое денежное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег владельцу векселя. Векселя бывают простыми и переводными. Простой вексель представляет собой ничем не обусловленное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег держателю. Переводный вексель (тратта) содержит письменный приказ векселедателя (трассанта), адресованный плательщику (трассату), об уплате указанной в векселе суммы денег третьему лицу — держателю векселя (ремитенту). Трассат становится должником по векселю (акцептантом) только после того, как акцептует вексель, т.е. согласится на платеж по нему. Акцептант переводного векселя, так же как вексе-

¹ Фондовый портфель. М., 1992. С. 21.

ледатель простого векселя, является основным должником по векселю. Он несет ответственность за оплату векселя в установленный срок. Форма векселя, порядок его выставления, оплаты, обращения, права и обязанности по векселю и все иные вексельные отношения регулируются нормами вексельного права¹.

По форме различают товарные и финансовые векселя. *Товарный (коммерческий) вексель* используют во взаимоотношениях сторон в реальных сделках с поставкой продукции (выполнением работ, оказанием услуг). *Финансовый вексель* в основе имеет ссуду (заем, кредит), выдаваемую хозяйствующим субъектом за счет собственных средств, и приобретается с целью получения прибыли от роста рыночной стоимости или процентов.

Вексель называется *процентным* в том случае, когда векселедатель обусловил, что на вексельную сумму должны начисляться проценты (например, 20% годовых). Такая оговорка может быть включена векселедателем в переводный вексель со сроком платежа «по предъявлении» или «во столько-то времени от предъявления». Процентные векселя служат для привлечения денежных средств. Доходом по ним является маржа.

Беспроцентные векселя банка являются средствами платежа. Клиент может пустить их в обращение для расчетов с другим предприятием. Помимо вышеуказанных операций банк оформляет векселями просроченную задолженность.

В практике встречаются бронзовые и дружеские векселя, используемые для получения дешевого или беспроцентного кредита. *Бронзовый вексель* — вексель, выписанный на вымышленное лицо. *Дружеский вексель* основан на выписке встречных векселей.

Чтобы рынок ценных бумаг функционировал в интересах эффективного развития национальной экономики и обеспечивал защиту прав инвесторов, осуществляется его государственное регулирование.

При осуществлении вложений в ценные бумаги учитываются такие инвестиционные качества, как надежность, безопасность, ликвидность, доходность, степень инвестиционного риска. Особое внимание уделяется деловым качествам, репутации эмитента, его специализации, инвестиционному климату и потенциалу его месторасположения, перспективности бизнеса, которым он занимается. Управленческие возможности ценных бумаг характеризуют-

¹ Женевская конвенция о единообразном законе о переводном и простом векселе от 7 июня 1930 г.

ся мерой контроля, набором определенных прав по владению, распоряжению, управлению активами, которые лежат в основе конкретной ценной бумаги. Чем больше управленческие возможности и выше инвестиционные качества, тем выше стоимость ценной бумаги.

Общая характеристика инвестиционных качеств и управленческих возможностей отдельных ценных бумаг приведена в табл. 8.3¹.

Таблица 8.3

Характеристика инвестиционных качеств и управленческих возможностей отдельных ценных бумаг, обращающихся на российском фондовом рынке

Ценные бумаги	Управленческие возможности	Инвестиционные качества
1	2	3
Государственные казначейские обязательства	Управление налоговой задолженностью	Налоговое освобождение на сумму обязательства, государственные гарантии
Государственные краткосрочные облигации	Сохранение и приращение капитала	Низкий риск, средняя доходность, обеспечение надежности и безопасности вложений государством, высокая ликвидность
Субфедеральные облигации	Сохранение и приращение капитала	Средний риск, средняя доходность, обеспечение надежности и безопасности вложений субъектом Российской Федерации, средняя ликвидность
Муниципальные облигации	Участие в инвестиционных проектах города, сохранение капитала, получение дохода	Гарантированная доходность и ликвидность, обеспечение надежности и безопасности вложений муниципалитетом
Обыкновенные акции	Участие в управлении обществом, право владельца на участие в распределении прибыли и на получение дивиденда, право на	Надежность, малый риск при экономической состоятельности, финансовой устойчивости и платежеспособности и ликвидности акционерного общества. Безопасность при

¹ Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг : учеб. пособие. М. : ИНФРА-М, 2003.

Продолжение табл. 8.3

1	2	3
	требование доли собственности предприятия в случае его ликвидации	хорошей деловой репутации эмитента, ликвидность при устойчивом спросе. Доходность при значительной величине собственных средств и устойчивом росте объема реализации товаров и услуг, высоких показателях эффективности использования материальных, трудовых и финансовых ресурсов. Конвертируемость при определенных условиях
Привилегированные акции	Первоочередное право по сравнению с владельцами обыкновенных акций на получение дивиденда и части имущества при ликвидации общества. Право на участие в голосовании на общем собрании акционеров, если решаются вопросы, имеющие отношение к выплате дивидендов. Кумулятивность дает возможность накапливать начисляемые дивиденды при отсутствии прибыли с последующим их получением	
Корпоративные облигации	Предоставление займа в целях сохранения капитала, получения дохода для облигационера. Кредитование, привлечение инвестиций и управление задолженностью при досрочном погашении для эмитента	Средний риск, гарантированная доходность, высокая ликвидность, надежность и безопасность за счет формирования страхового и выкупного фондов при эмиссии облигаций. Срочность

Продолжение табл. 8.3

1	2	3
Депозитные сертификаты	Размещение временно свободных финансовых ресурсов на основе специальных депозитных договоров, право требования по которым может передаваться от одного лица к другому	Строго определенные условия доходности, срочности, возвратности. Высокая ликвидность на основе свободного обращения. Устойчивая доходность, банковские гарантии безопасности вложений
Векселя	«Расшивка» неплатежей, возможность организации непрерывного товарного оборота, производственного процесса при отсутствии финансовых ресурсов. Свободный выпуск и погашение как неэмиссионных ценных бумаг, не требующих государственной регистрации	Высокая ликвидность, малая доходность, ограниченный риск, степень надежности и безопасности прямо пропорциональны финансовой состоятельности эмитента. Высокий уровень конвертируемости в сделки по обмену векселей одних эмитентов на векселя других эмитентов или на иные ценные бумаги и имущество
Чеки	Повышение скорости денежного и товарного оборота на основе оплаты предъявителю указанной на чеке денежной суммы без личного участия чекодателя	Абсолютная ликвидность, нулевая доходность, гарантированное обеспечение средствами на банковском счете, ограниченность срока использования (обычно 10 суток)
Коносаменты	Право держателя распоряжаться указанным в коносаменте грузом и получить его после завершения перевозки	Товарное обеспечение, ограниченная ликвидность, зависимость доходности, безопасности, надежности от конкретных потребительских качеств груза
Варранты	Управление денежным и товарным оборотом и повышение их скорости	Высокая ликвидность, низкий риск, так как предусмотрено обязательное страхование товара. Высокий уровень конвертируемости, безопасности и надежности, низкая доходность

Окончание табл. 8.3

1	2	3
Фьючерсные контракты	Управление товарным и валютным оборотом, фиксирование базисных цен и прогнозирование дохода	Высокая доходность и риск, средняя ликвидность, достаточная надежность и безопасность, слабый уровень конвертируемости
Опционы	Прогнозирование и управление фондовым, денежным и товарным оборотом	Право владельца опциона на покупку или продажу акций, облигаций и других ценных бумаг

Как видно из табл. 8.3, инвестиционные качества и управленческие возможности различаются по видам ценных бумаг. Они зависят от конкретных характеристик ценных бумаг, таких, как финансовое состояние эмитента, надежность и безопасность, ликвидность, доходность и возможности конвертации. На практике оценка инвестиционных качеств и управленческих возможностей ценных бумаг осуществляется путем сравнительного анализа инвестиционного риска ценных бумаг, который в свою очередь проводится путем оценки надежности данных бумаг. Надежность ценных бумаг определяется после анализа и диагностики финансово-хозяйственной деятельности эмитента, уровня его экономической состоятельности, платежеспособности, ликвидности баланса, рентабельности, финансовой устойчивости. К положительным факторам при оценке инвестиционных качеств ценных бумаг относятся значительная величина собственных средств и сумма стоимости имущества. Показатели эффективности характеризуют способность предприятия извлекать максимум прибыли от произведенной и реализованной продукции. Структурный анализ изменения финансового положения предприятия позволяет оценить степень влияния отдельных факторов на финансовое положение. Основным методом оценки инвестиционного риска является комплексный анализ финансового состояния предприятия, диагностика его финансовой устойчивости и платежеспособности.

8.2. Формы рейтинговой оценки

Основные концептуальные подходы к оценке ценных бумаг отражают различные системы взглядов на оценку, которые образуют базовые теории (теории стоимости, рыночной эффективности, асимметричности информации, честной игры). Концептуальные подходы базируются на основных теориях финансов. К ним относятся:

- 1) учет действия экономических законов;
- 2) использование базовых подходов к оценочной деятельности;
- 3) применение фундаментального и технического анализа.

Есть разные подходы к оценке разнообразных видов ценных бумаг. Кроме того, биржевое ценообразование отличается от эмиссионного. Существуют различные базовые подходы к ценообразованию на активно котируемые («голубые фишки», бумаги «второго эшелона») и некотируемые ценные бумаги. При оценке целесообразно комплексное использование таких методов, как экспертный, аналитический, статистический, индексный, нормативно-параметрический (балльный), балансовый, моделирование и прогнозирование. Моделирование основано на построении различных моделей, т.е. математических или иных схем, отображающих процесс формирования стоимости. Могут использоваться концептуальные, математические, трендовые, компонентного анализа, структурные, факторные, графические, статистические, логические и имитационные модели.

Особое место среди методов оценки стоимости ценных бумаг занимает *рейтинг*. Рейтинговый анализ предполагает составление рейтинга (ранжированных по определенным признакам рядов) и определение на его основе места эмитента, инвестора, ценной бумаги, отрасли и региона на рынке ценных бумаг. Систему рейтинга считают полезной многие институциональные и частные инвесторы. Мелкие банки учитывают рейтинг ценных бумаг при формировании своих портфелей инвестиций; крупные банки также обращаются к рейтингу, проверяя правильность результатов собственных исследований. Брокеры обычно изучают рейтинги в процессе принятия инвестиционных решений, а также информируют о них своих клиентов. Страховые компании принимают рейтинг во внимание, когда покупают облигации, несмотря на то, что их собственные сотрудники занимаются инвестиционным анализом. Рейтинг считается очень важным при управлении портфелями инвестиций. Рейтинговые исследования рынка проводят как профессиональные участники фондового рынка, так и отдельные аналитики. Все рейтинговые компании пользуются почти одина-

ковыми символами, каждый из которых обозначает инвестиционный рейтинг:

- высший уровень — AAA;
- высокий уровень — AA;
- уровень выше среднего, инвестиции надежны — A;
- средний уровень, некоторая неопределенность — BBB+, BBB-;
- посредственный уровень, высокая неопределенность — BB;
- спекулятивные — B;
- спекулятивные, высокий уровень невыполнения обязательств — CCC;
- спекулятивные, весьма вероятно невыполнение обязательств — CC, C;
- просроченные, очевидной стоимости не имеют — DDD, DD.

Ранжирование, присвоение в рейтинге определенного места не всегда объективно, поэтому его результаты целесообразно рассматривать как вероятные, а не как абсолютные.

8.3. Особенности портфельного инвестирования

Не существует ценной бумаги, которая была бы одновременно высокодоходной, высоконадежной и высоколиквидной. Любая ценная бумага может обладать максимум двумя из этих качеств. Сущность портфельного инвестирования как раз и подразумевает распределение инвестиционного потенциала между различными группами активов. Портфель ценных бумаг — это определенным образом подобранная совокупность отдельных видов ценных бумаг. В зависимости от того, какие цели и задачи изначально стоят при формировании того или иного портфеля, выбирается определенное процентное соотношение между различными типами активов, составляющими портфель инвестора. Целями формирования портфеля ценных бумаг могут быть получение дохода, сохранение капитала, обеспечение прироста капитала на основе повышения курса ценных бумаг. Грамотно учесть потребности инвестора и сформировать портфель активов, сочетающий в себе разумный риск и приемлемую доходность, — основная задача менеджера любого финансового учреждения.

Обычно портфель содержит два или более инвестиционных инструмента и составляется с целью диверсификации, что означает использование различных по свойствам инвестиционных инст-

рументов для сокращения риска потерь¹. Финансовые ресурсы применяются предприятием для финансирования текущих расходов и инвестиций.

Под **инвестиционным портфелем** понимается некая совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу, либо юридическим или физическим лицам на правах долевого участия, выступающая как целостный объект управления. На развитом фондовом рынке портфель ценных бумаг — это самостоятельный продукт, и его продажа целиком или долями удовлетворяет потребность инвесторов при осуществлении вложения средств на этом рынке. Обычно на рынке продается некое инвестиционное качество с заданным соотношением риск/доход, которое в процессе управления портфелем может быть улучшено. Портфельное инвестирование позволяет планировать, оценивать, контролировать конечные результаты всей инвестиционной деятельности в различных секторах фондового рынка.

Как правило, портфель представляет собой определенный набор из корпоративных акций, облигаций с различной степенью обеспечения и риска, а также бумаг с фиксированным доходом, гарантированным государством, т.е. с минимальным риском потерь по основной сумме и текущим поступлениям.

Основная задача портфельного инвестирования — улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации. Только в процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками. Таким образом, портфель ценных бумаг является тем инструментом, с помощью которого инвестору обеспечивается требуемая устойчивость дохода при минимальном риске. Минимум риска обусловлен его характером. По возможности страхования все риски делят на диверсифицируемый и недиверсифицируемый риск.

Диверсифицируемый риск — уникальный риск отдельного инвестиционного инструмента, от которого можно избавиться с помощью диверсификации².

Недиверсифицируемый риск — риск, свойственный всем инвестиционным инструментам, и поэтому он не может быть устранен через диверсификацию³.

¹ Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования. М. : Дело. 1997. С. 800.

² Там же. С. 801.

³ Там же.

Грамотное формирование портфеля позволяет снизить диверсифицируемый риск до нуля. Особенностью российского рынка является очень большая часть недиверсифицируемого риска, а следовательно, портфельные инвестиции не позволяют существенно снизить риски. Самым значимым нестрахуемым риском в России является политический риск, его снижение в будущем позволит говорить о сильном снижении рискованности фондовых операций в нашей стране.

Традиционное портфельное управление основано на идее сбалансированного портфеля. Следуя этой концепции, управляющие включают в портфель самые разнообразные финансовые инструменты, причем особое внимание обращается на межотраслевую диверсификацию¹.

Отметим, что традиционному подходу к инвестированию, преобладавшему до возникновения классической (современной) теории, присущи два недостатка. Во-первых, он атомистичен, поскольку в нем основное внимание уделяется анализу поведения отдельных активов (акций, облигаций). Во-вторых, он одномерен, поскольку основной характеристикой актива является исключительно доходность, тогда как другой фактор — риск — не получает четкой оценки при инвестиционных решениях.

Современный уровень разработки портфельной теории позволяет преодолеть оба указанных недостатка. Центральной проблемой становится выбор оптимального портфеля, т.е. определение набора активов с наибольшим уровнем доходности при наименьшем или заданном уровне инвестиционного риска. Такой подход многомерен как по числу вовлекаемых в анализ активов, так и по учитываемым характеристикам. Существенным моментом в современной теории оказывается и учет взаимных корреляционных связей между доходностями активов, что позволяет финансовым менеджерам проводить эффективную диверсификацию портфеля, существенно снижающую риск портфеля по сравнению с риском включенных в него активов. Наличие хорошо разработанных методов оптимизации и развитие вычислительной техники позволяют на практике реализовать современные методы построения инвестиционных портфелей со многими десятками, а то и тысячами активов. И хотя процесс создания современной теории инвестиций еще далеко не закончен, и продолжают активное обсуждение и споры по поводу ее основных принципов и результатов, влияние этой теории в современном финансовом мире постоянно

¹ Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Указ. соч. С. 806.

растет. С необходимостью понимания основных постулатов классической портфельной теории столкнулись и российские профессиональные управляющие при формировании первых своих портфелей ценных бумаг в условиях сверхрискового российского финансового рынка.

Таким образом, главными характеристиками портфеля ценных бумаг являются **риск и доходность**. Впервые теоретико-вероятностная формализация понятий риска и доходности была предложена в 1952 г. в статье Г. Марковица «Выбор портфеля». Марковиц первым привлек внимание к общепринятой практике диверсификации портфелей и точно показал, как инвесторы могут уменьшить стандартное отклонение доходности портфеля, выбирая акции, цены на которые меняются по-разному. С математической точки зрения получающаяся оптимизационная стратегия относится к классу задач квадратической оптимизации при линейных ограничениях. К настоящему времени вместе с задачами линейного программирования это один из наиболее изученных классов оптимизационных задач, для которых разработано большое число достаточно эффективных алгоритмов.

Марковиц не остановился на этом, а продолжил разработку основных принципов формирования портфеля. Эти принципы послужили основой для многих работ, описывающих связь между риском и доходностью. Однако его работы не привлекли особого внимания со стороны теоретиков-экономистов и практиков. Для 50-х годов XX в. применение теории вероятностей к финансовой теории было весьма необычно. К тому же неразвитость вычислительной техники и сложность предложенных Марковицем алгоритмов, процедур и формул не позволили осуществить фактическую реализацию его идей. Не случайно заслуги Марковица были оценены гораздо позже, а Нобелевская премия по экономике ему была присуждена только в 1990 г. Идеи Марковица, как и вся классическая портфельная теория, построены на использовании нескольких статистических показателей для обоснования портфельной стратегии: дисперсии доходности актива и корреляции доходности пары ценных бумаг¹. При помощи оценок этих показателей, согласно Марковицу, возможно формирование оптимального портфеля в зависимости от стратегии инвестирования.

В первой половине 60-х годов XX в. учеником Марковица У. Шарпом была предложена так называемая однофакторная модель рынка капиталов, в которой впервые появились ставшие знаменитыми впоследствии «альфа»- и «бета»- характеристики акций. На осно-

¹ Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Указ. соч. С. 810.

ве однофакторной модели Шарп предложил упрощенный метод выбора оптимального портфеля, который сводил задачу квадратичной оптимизации к линейной задаче. В простейших случаях для небольших размерностей эта задача могла быть решена практически вручную. Такое упрощение сделало методы портфельной оптимизации применимыми на практике. К 70-м годам развитие программирования, а также совершенствование статистической техники оценивания показателей «альфа» и «бета» отдельных ценных бумаг и индекса доходности рынка в целом привели к появлению первых пакетов программ для решения задач управления портфелем ценных бумаг.

Выводы Шарпа стали известны как модели оценки долгосрочных активов, основанные на предположении, что на конкурентном рынке ожидаемая премия за риск изменяется прямо пропорционально коэффициенту «бета» (стандартный измеритель риска). Другими словами, Шарп развил положения Марковица в плане выбора оптимальных инвестиционных портфелей, и его научный вклад в портфельную теорию кратко сформулирован в следующих принципах.

1. Инвесторы предпочитают высокую ожидаемую доходность инвестиций и низкое стандартное отклонение. Портфели обыкновенных акций, которые обеспечивают наиболее высокую ожидаемую доходность, при данном стандартном отклонении называются эффективными портфелями.

2. Если вы хотите знать о предельном влиянии акции на риск портфеля, то должны учитывать не риск акции, а ее вклад в риск портфеля. Этот вклад зависит от чувствительности акции к изменениям стоимости портфеля.

3. Чувствительность акции к изменениям стоимости рыночного портфеля обозначается показателем «бета». Следовательно, показатель «бета» измеряет также предельный вклад акции в риск рыночного портфеля.

4. Если инвесторы могут брать займы или предоставлять кредиты по безрисковой ставке процента, то им следует иметь комбинацию безрисковых инвестиций и портфель обыкновенных акций. Состав такого портфеля акций зависит от того, как инвестор оценивает перспективы каждой акции, а не от его отношения к риску. Если инвесторы не располагают какой-либо дополнительной информацией, им следует держать такой же портфель акций, как и у других, иначе говоря, им следует держать рыночный портфель ценных бумаг.

Если каждый держит рыночный портфель и если коэффициент «бета» показывает вклад каждой ценной бумаги в риск рыночного портфеля, тогда не удивительно, что премия за риск, требуемая инвесторами, пропорциональна коэффициенту «бета». Премии за риск всегда отражают вклад в риск портфеля. Некоторые акции увеличивают риск портфеля, и приобретать их следует только в том случае, если они увеличивают и ожидаемый доход. Другие акции снижают портфельный риск, поэтому их следует покупать, даже если они снижают ожидаемые доходы от портфеля. Если портфель, который вы выбрали, эффективен, каждый вид ваших инвестиций должен одинаково хорошо работать на вас. Так, если одна акция оказывает большее влияние на риск портфеля, чем другая, первая должна приносить пропорционально более высокий ожидаемый доход. Если портфель эффективен, связь между ожидаемой доходностью каждой акции и ее предельным вкладом в портфельный риск должна быть прямолинейной. Верно и обратное: если прямолинейной связи нет, портфель не является эффективным.

В настоящее время модель Марковица используется в основном на первом этапе формирования портфеля активов при распределении инвестируемого капитала по различным типам активов: акциям, облигациям, недвижимости и т.д. Однофакторная модель У. Шарпа используется на втором этапе, когда капитал, инвестируемый в определенный сегмент рынка активов, распределяется между отдельными конкретными активами, составляющими выбранный сегмент (т.е. по конкретным акциям, облигациям и т.д.).

Влияние «портфельной теории» Марковица значительно усилилось после появления в конце 50-х — начале 60-х годов XX в. работ Д. Тобина по аналогичным темам. Следует отметить некоторые различия между подходами Марковица и Тобина. Подход Марковица лежит в русле микроэкономического анализа, поскольку он акцентирует внимание на поведении отдельного инвестора, формирующего оптимальный, с его точки зрения, портфель на основе собственной оценки доходности и риска выбираемых активов. Первоначально модель Марковица касалась в основном портфеля акций, т.е. рискованных активов. Тобин также предложил включить в анализ безрисковые активы, например государственные облигации. Подход Тобина, по существу, макроэкономический, поскольку основным объектом его изучения является распределение совокупного капитала в экономике по двум его формам: наличной (денежной) и безналичной (в виде ценных бумаг). Акцент в работах Марковица делался не на экономическом анализе исходных постулатов теории,

а на математическом анализе их последствий и разработке алгоритмов решений оптимизационных задач. В подходе Тобина основной темой становится анализ факторов, заставляющих инвесторов формировать портфели активов, а не держать капитал в какой-либо одной, например налично-денежной, форме. Кроме того, Тобин проанализировал адекватность количественных характеристик активов и портфелей, составляющих исходные данные в теории Марковица. Возможно поэтому Тобин получил Нобелевскую премию на девять лет раньше (1981), чем Марковиц (1990).

В 1964 г. появляются три работы, открывшие следующий этап в инвестиционной теории, связанный с так называемой моделью оценки капитальных активов, или CAPM (Capital Asset Price Model). Допустим, все инвесторы, обладая одной и той же информацией, одинаково оценивают доходность и риск отдельных акций. Допустим также, что все они формируют свои оптимальные в смысле теории Марковица портфели акций исходя из индивидуальной склонности к риску. Как в этом случае сложатся цены на рынке акций? Таким образом, на CAPM можно смотреть как на макроэкономическое обобщение теории Марковица. Основным результатом CAPM явилось установление соотношения между доходностью и риском актива для равновесного рынка. При этом важным оказывается тот факт, что при выборе оптимального портфеля инвестор должен учитывать не весь риск, связанный с активом (риск по Марковицу), а только часть его, называемую систематическим, или недиверсифицируемым, риском. Эта часть риска актива тесно связана с общим риском рынка в целом и количественно представляется коэффициентом «бета», введенным Шарпом в его однофакторной модели. Остальная часть (так называемый несистематический, или диверсифицируемый, риск) устраняется выбором соответствующего (оптимального) портфеля. Характер связи между доходностью и риском имеет вид линейной зависимости, поэтому обычное практическое правило «большая доходность — значит большой риск» получает точное аналитическое представление.

В 1977 г. эта теория подверглась жесткой критике в работах Р. Ролла, который высказал мнение, что CAPM следует отвергнуть, поскольку она, в принципе, не допускает эмпирической проверки. Несмотря на это, CAPM остается, пожалуй, самой значительной и влиятельной современной финансовой теорией. Практические руководства по финансовому менеджменту в части выбора стратегии долгосрочного инвестирования и по сей день основываются исключительно на CAPM.

С инвестиционной теорией и теорией финансового менеджмента связан еще один цикл исследований по так называемой теории корпоративного рынка. Эта теория посвящена проблеме адекватности рыночных цен финансовых активов. Вопрос состоит в том, насколько отражают рыночные цены истинную стоимость финансовых активов. Инвестор, обнаруживший, что рынок систематически недооценивает или переоценивает тот или иной актив, был бы в состоянии извлекать доход достаточно долго и практически без риска. Гипотеза эффективности утверждает, что это невозможно, т.е. рыночные цены в целом отражают практически всю доступную инвесторам информацию. В таком случае колебания рыночных цен должны быть чисто случайными, никакой инвестор не в состоянии предсказывать будущие цены рынка.

Гипотеза эффективного рынка и связанная с ней модель случайного блуждания рыночных цен активов стимулировали применение динамических теоретико-вероятностных моделей, основанных на теории случайных процессов. В русле этих идей в 1973 г. М. Шоулсом и Ф. Блеком была предложена модель опционов, получившая название модели Блека — Шоулса. Эта модель основывалась на возможности осуществления безрисковой сделки с одновременно использованием акции и выписанным на нее опционом. Стоимость (цена) такой сделки должна совпадать со стоимостью безрисковых активов на рынке, а поскольку цена акции меняется со временем, то и стоимость выписанного опциона, обеспечивающего безрисковую сделку, также должна соответствующим образом изменяться. Исходя из этого можно получить вероятностную оценку стоимости опциона. Работы Блека и Шоулса, а также тесно связанные с ними работы Р. Мертона сразу же получили широкое признание. Более того, схемы расчетов, приведенные в этих работах, стали очень быстро использоваться на практике. Следует заметить, что 70-е годы XX в. — это годы чрезвычайно быстрого, «взрывного» роста рынка опционов.

Модель Блека — Шоулса до сих пор остается одной из наиболее часто используемых, хотя со временем появились более сложные модели, как опционов, так и других «производных» ценных бумаг. В целом 70-е годы, составившие третий этап в развитии современной теории инвестиций, характеризуются стремительным расширением и углублением математических средств финансового анализа. Если в довоенные годы применение даже элементарной алгебры было достаточно редким делом, а портфельная теория Марковица — Тобина — Шарпа использовала лишь элементарные теоретико-вероятностные и оптимизационные мето-

ды, то работы 70—80-х годов потребовали весьма тонких и сложных средств современной теории случайных процессов и оптимального управления.

Марковиц утверждал, что инвестор должен основывать свое решение по выбору портфеля исключительно на ожидаемой доходности и стандартном отклонении. Это означает, что инвестор должен оценить ожидаемую доходность и стандартное отклонение каждого портфеля, а затем выбрать лучший из них, основываясь на соотношении этих двух параметров. Интуиция при этом играет определяющую роль. Ожидаемая доходность может быть представлена как мера потенциального вознаграждения, связанная с конкретным портфелем, а стандартное отклонение — как мера риска, связанная с данным портфелем. Таким образом, после того как каждый портфель исследован в смысле потенциального вознаграждения и риска, инвестор выбирает наиболее подходящий.

Метод, который будет применен для выбора наиболее подходящего портфеля, использует так называемые кривые безразличия. Эти кривые отражают отношение инвестора к риску и доходности и могут быть представлены как двухмерный график, где по горизонтальной оси откладывается риск, мерой которого служит стандартное отклонение, а по вертикальной оси — вознаграждение, мерой которого является ожидаемая доходность. Первое важное свойство кривых безразличия заключается в том, что все портфели, лежащие на одной заданной кривой безразличия, являются равноценными для инвестора. Второе важное свойство кривых безразличия состоит в том, что инвестор будет считать любой портфель, лежащий на кривой безразличия, которая находится выше и левее, более привлекательным, чем любой портфель, лежащий на кривой безразличия, которая находится ниже и правее.

Число кривых безразличия бесконечно. Это означает, что как бы не были расположены две кривые безразличия на графике, всегда существует возможность построить третью кривую, лежащую между ними. Также можно сказать, что график кривых безразличия каждого инвестора представляет его собственный выбор ожидаемых доходностей и стандартных отклонений. Это означает, что инвестор должен определить ожидаемую доходность и стандартное отклонение для каждого потенциального портфеля и нанести их на график в виде кривых безразличия.

Это отнюдь не значит, что необходимо проводить оценку всех возможных портфелей. Инвестор выберет свой оптимальный портфель из множества портфелей, каждый из которых:

1) обеспечивает максимальную ожидаемую доходность для некоторого уровня риска;

2) обеспечивает минимальный риск для некоторого значения ожидаемой доходности.

Набор портфелей, удовлетворяющих этим двум условиям, называется эффективным множеством, при этом особую важность имеют портфели, находящиеся на границе такого множества.

И наконец, совмещая графики кривых безразличия и эффективного множества, инвестор может приступить к выбору портфеля, расположенного на кривой, находящейся выше и левее остальных. Этот портфель будет соответствовать точке, в которой кривая безразличия касается эффективного множества. Таким образом, классическая портфельная теория, по нашему мнению, прошла три этапа своего развития. На первом этапе происходит разработка математических основ для портфельной теории, второй этап — создание теории рыночного портфеля, третий этап — формирование на основе теории рыночного портфеля теории оптимального портфеля.

Основные **выводы** к которым в настоящее время пришла **классическая портфельная теория**, можно сформулировать следующим образом:

1) эффективное множество содержит те портфели, которые одновременно обеспечивают и максимальную ожидаемую доходность при фиксированном уровне риска, и минимальный риск при заданном уровне ожидаемой доходности;

2) инвестор выбирает оптимальный портфель из портфелей, составляющих эффективное множество;

3) оптимальный портфель инвестора идентифицируется с точкой касания кривых безразличия инвестора с эффективным множеством;

4) диверсификация обычно приводит к уменьшению риска, так как стандартное отклонение портфеля в общем случае будет меньше, чем средневзвешенные стандартные отклонения ценных бумаг, входящих в портфель;

5) соотношение доходности ценной бумаги и доходности на индекс рынка известно как рыночная модель;

6) доходность на индекс рынка не отражает доходности ценной бумаги полностью, необъясненные элементы включаются в случайную погрешность рыночной модели;

7) в соответствии с рыночной моделью общий риск ценной бумаги состоит из рыночного риска и собственного риска;

8) диверсификация приводит к усреднению рыночного риска;

9) диверсификация может значительно снизить собственный риск.

Таким образом, можно сформулировать следующие основные постулаты, на которых построена классическая портфельная теория:

1) рынок состоит из конечного числа активов, доходности которых для заданного периода считаются случайными величинами;

2) инвестор в состоянии, например, исходя из статистических данных, получить оценку ожидаемых (средних) значений доходностей и их попарных ковариаций и степеней возможности диверсификации риска;

3) инвестор может формировать любые допустимые для данной модели портфели, доходности портфелей являются также случайными величинами;

4) сравнение выбираемых портфелей основывается только на двух критериях — средней доходности и риске;

5) инвестор не склонен к риску в том смысле, что из двух портфелей с одинаковой доходностью он обязательно предпочтет портфель с меньшим риском.

Разумеется, на практике строго следовать этим положениям довольно сложно. Однако, по нашему мнению, оценка портфельной теории должна основываться не только на степени адекватности исходных предположений, но и на успешности решения с ее помощью задач управления инвестициями. В последние десятилетия использование портфельной теории значительно расширилось. Все большее число инвестиционных менеджеров и управляющих инвестиционных фондов применяют ее методы на практике, и хотя у этой теории немало противников, ее влияние постоянно растет не только в академических кругах, но и на практике.

Главной целью формирования инвестиционного портфеля является максимально возможное взаимопогашение рисков, связанных с той или иной формой вложения капитала, обеспечивающее надежность вклада и получение наибольшего гарантированного дохода. Для создания портфеля достаточно инвестировать денежные средства в какой-либо один вид финансовых активов (недиверсифицированный портфель), но на практике такой тип портфеля встречается довольно редко, гораздо более распространен диверсифицированный портфель, т.е. портфель, состоящий из нескольких видов активов. Такой тип портфеля стал преобладающим благодаря своему свойству приносить стабильный положительный результат.

Выделяют три основных свойства диверсифицированного портфеля:

1) под диверсификацией понимается инвестирование средств в несколько видов активов;

2) диверсифицированный портфель представляет собой комбинацию разнообразных активов, составленную и управляемую инвестором;

3) применение диверсифицированного портфельного подхода к инвестициям позволяет максимально снизить вероятность неполучения дохода.

Диверсификация портфеля снижает, но не исключает риск в инвестиционном деле полностью. Остается «недиверсифицированный риск», который определяется общим состоянием экономики.

Важным моментом получения прибыли из инвестированных средств является успешное управление портфелем, которое подразумевает искусство распоряжаться набором различных видов активов, чтобы они не только сохраняли свою стоимость, но и приносили постоянный доход, не зависящий от каких-либо рисков. Первоначальным этапом создания инвестиционного портфеля является его формирование в соответствии с **общими принципами**, представленными в табл. 8.4¹.

Таблица 8.4

Общие принципы формирования инвестиционного портфеля

Наименование	Определение
1	2
Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии	Формирование инвестиционного портфеля должно коррелировать с целями инвестиционной стратегии предприятия, обеспечивая преемственность долгосрочного и среднесрочного планирования инвестиционной деятельности предприятия
Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам	Означает ограничение выбираемых объектов инвестиций возможностями их обеспечения ресурсами, в общем случае инвестиционными, в частности — финансовыми
Принцип оптимизации соотношения доходности и риска	Соблюдение пропорций между доходом и риском, определенных стратегией предприятия. Реализация принципа обеспечивается путем диверсификации объектов инвестирования
Принцип оптимизации доходности и ликвидности	Соблюдение определенных стратегией предприятия пропорций между доходом и ликвидностью. Оптимизация портфеля заключается в обеспечении финансовой устойчивости и текущей платежеспособности предприятия

¹ Павлюченко В.М., Шеремет В.В., Шапиро В.Д. Управление инвестициями : справ. пособие. М. : Высшая школа, 1998.

Окончание табл. 8.4

1	2
Принцип обеспечения управляемости портфелем	Обеспечение соответствия объектов инвестирования кадровому потенциалу и возможности осуществления оперативного реинвестирования средств

Доходы по портфельным инвестициям представляют собой валовую прибыль по всей совокупности бумаг, включенных в тот или иной портфель, с учетом риска. Возникает проблема количественного соответствия между прибылью и риском, которая должна решаться оперативно в целях постоянного совершенствования структуры уже сформированных портфелей и формирования новых в соответствии с пожеланиями инвесторов. Следует заметить, что указанная проблема относится к числу тех, для решения которых достаточно быстро удастся найти общую схему решения, но до конца они практически не решаются. Основные типы инвестиционных портфелей представлены в табл. 8.5.

*Таблица 8.5***Основные типы инвестиционных портфелей**

Тип портфеля ценных бумаг	Вид портфеля, входящего в данный тип
1	2
Портфель роста	Агрессивного роста
	Среднего роста
	Консервативного роста
Портфель дохода	Регулярного роста
	Корпоративных облигаций
	Конвертируемые
	Сбалансированные
Портфель роста и дохода	Денежного рынка
	Двойного назначения
Портфель государственных структур	Государственных ценных бумаг и обязательств
	Муниципальных ценных бумаг и обязательств

Окончание табл. 8.5

1	2
Портфели, состоящие из ценных бумаг различных отраслей промышленности	—

Рассматривая вопрос о создании портфеля, инвестор должен определить для себя параметры, которыми он будет руководствоваться, а именно:

- необходимо выбрать оптимальный тип портфеля;
- оценить приемлемое для себя сочетание риска и дохода портфеля и соответственно определить удельный вес портфеля ценных бумаг с различными уровнями риска и дохода;
- определить первоначальный состав портфеля;
- выбрать схему дальнейшего управления портфелем.

Основным преимуществом портфельного инвестирования является возможность выбора портфеля для решения специфических инвестиционных задач. Для этого используются различные портфели ценных бумаг, в каждом из которых будет собственный баланс между существующим риском, приемлемым для владельца портфеля, и ожидаемой им отдачей (доходом) в определенный период времени. Соотношение этих факторов позволяет определить тип портфеля ценных бумаг. Тип портфеля — это его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении дохода и риска. При этом важным признаком при классификации типа портфеля является то, каким способом и за счет какого источника данный доход получен: за счет роста курсовой стоимости или за счет текущих выплат — дивидендов, процентов.

Выделяют **два основных типа портфеля**: портфель, ориентированный на преимущественное получение дохода за счет процентов и дивидендов (портфель дохода); портфель, направленный на преимущественный прирост курсовой стоимости входящих в него инвестиционных ценностей (портфель роста). Была бы узкой трактовка портфеля как некой однородной совокупности, несмотря на то что портфель роста, например, ориентирован на акции, инвестиционной характеристикой которых является рост курсовой стоимости. Необходимо отметить, что в состав портфеля могут входить и ценные бумаги с иными инвестиционными свойствами. Таким образом, кроме всего прочего существуют еще портфель роста и портфель дохода.

Портфель роста формируется из акций компаний, курсовая стоимость которых растет. Цель данного типа портфеля — рост его капитальной стоимости вместе с получением дивидендов. Однако дивидендные выплаты производятся в небольшом размере, поэтому именно темпы роста курсовой стоимости совокупности акций, входящей в портфель, и определяют виды портфелей, объединенные в данную группу:

1) портфель агрессивного роста нацелен на максимальный прирост капитала. В состав данного типа портфеля входят акции молодых, быстро растущих компаний. Инвестиции в данный тип портфеля являются достаточно рискованными, но вместе с тем они могут приносить самый высокий доход;

2) портфель среднего роста представляет собой сочетание инвестиционных свойств портфелей агрессивного и консервативного роста. В данный тип портфеля включаются наряду с надежными ценными бумагами, приобретаемыми на длительный срок, рискованные фондовые инструменты, состав которых периодически обновляется. При этом обеспечивается средний прирост капитала и умеренная степень риска вложений. Надежность портфеля обеспечивается ценными бумагами консервативного роста, а доходность — ценными бумагами агрессивного роста. Именно данный тип портфеля наиболее распространен и пользуется огромной популярностью у инвесторов, не склонных к высокому риску;

3) портфель консервативного роста является наименее рискованным среди портфелей данной группы. Этот портфель состоит в основном из акций крупных, хорошо известных компаний, характеризующихся хотя и невысокими, но устойчивыми темпами роста курсовой стоимости. Состав портфеля остается стабильным в течение длительного периода времени. Такой портфель нацелен на сохранение капитала.

Портфель дохода ориентирован на получение высокого текущего дохода — процентных и дивидендных выплат — и составляется в основном из акций дохода, характеризующихся умеренным ростом курсовой стоимости и высокими дивидендами, облигаций и других ценных бумаг, инвестиционным свойством которых являются высокие текущие выплаты. Цель создания этого типа портфеля — получение соответствующего уровня дохода, величина которого соответствовала бы минимальной степени риска, приемлемого для консервативного инвестора. В связи с этим объектами портфельного инвестирования являются высоконадежные

инструменты фондового рынка с высоким соотношением стабильно выплачиваемого процента и курсовой стоимости. К портфелю дохода относятся:

1) портфель регулярного дохода — формируется из высоконадежных ценных бумаг и приносит средний доход при минимальном уровне риска;

2) портфель доходных бумаг — состоит из высокодоходных облигаций корпораций, ценных бумаг, приносящих высокий доход при среднем уровне риска.

Формирование *портфеля роста и дохода* осуществляется во избежание возможных потерь на фондовом рынке как от падения курсовой стоимости, так и от низких дивидендных или процентных выплат. Одна часть финансовых активов, входящих в состав данных портфелей, приносит владельцу рост капитальной стоимости, а другая — доход. Потеря одной части может компенсироваться возрастанием другой. Охарактеризуем виды портфелей данного типа:

1) портфель двойного назначения, включающий бумаги, приносящие его владельцу высокий доход при росте вложенного капитала. В данном случае речь идет о ценных бумагах инвестиционных фондов двойного назначения. Они выпускают собственные акции двух типов, первые приносят высокий доход, вторые — прирост капитала. Инвестиционные характеристики портфеля определяются значительным содержанием бумаг в портфеле;

2) сбалансированный портфель, предполагающий сбалансированность не только доходов, но и риска, который сопровождает операции с ценными бумагами. В определенной пропорции состоит из ценных бумаг с быстро растущей курсовой стоимостью и высокодоходных ценных бумаг. Как правило, в состав данного портфеля включаются обыкновенные и привилегированные акции, а также облигации. В зависимости от конъюнктуры рынка в те или иные фондовые инструменты, включенные в этот портфель, вкладывается большая часть средств.

С точки зрения структуры различают типы портфелей с фиксированной структурой и гибкими весами. В портфеле с фиксированной структурой каждая из категорий активов (акции, облигации, недвижимость и т.д.) имеет изначально установленный фиксированный вес, в портфеле с гибкими весами с течением времени возможна некоторая корректировка начальных весов¹.

¹ Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Указ. соч. С. 819.

Связь целей инвестирования со структурой портфеля. Как указано ранее, на втором этапе формирования портфеля вкладчик оценивает приемлемое для себя сочетание риска и дохода портфеля и соответственно определяет удельный вес портфеля ценных бумаг с различными уровнями риска и дохода. Эта задача вытекает из общего принципа, действующего на фондовом рынке, — чем более высокий потенциальный риск несет ценная бумага, тем более высокий потенциальный доход она должна иметь, и, наоборот, чем вернее доход, тем ниже его ставка. Данная задача решается на основе анализа обращения ценных бумаг на фондовом рынке. В основном приобретаются ценные бумаги известных акционерных обществ, имеющих хорошие финансовые показатели, в частности, большой размер уставного капитала.

Если рассматривать типы портфелей в зависимости от степени риска, то необходимо вспомнить классификацию инвесторов: консервативные, умеренно агрессивные, агрессивные и нерациональные. Ясно, что каждому типу инвестора будет соответствовать и свой тип портфеля ценных бумаг: высоконадежный, но низкодоходный; диверсифицированный; рисковый, но высокодоходный, бессистемный.

Агрессивный инвестор — это инвестор, склонный к высокой степени риска. В своей инвестиционной деятельности он делает акцент на приобретение акций. Консервативный инвестор — инвестор, склонный к меньшей степени риска, который приобретает в основном облигации и краткосрочные ценные бумаги.

При покупке акций и облигаций акционерного общества инвестору следует исходить из принципа финансового левириджа эмитента. Финансовый левиридж представляет собой соотношение между облигациями и привилегированными акциями, с одной стороны, и обыкновенными акциями — с другой:

$$\text{Левиридж} = \frac{\text{Облигации} + \text{Привилегированные акции}}{\text{Обыкновенные акции}}.$$

Финансовый левиридж является показателем финансовой устойчивости акционерного общества, что отражается и на доходности портфельных инвестиций. Высокий уровень левириджа — явление опасное, так как ведет к финансовой неустойчивости.

Допустим, акционерное общество выпустило 10%-ные облигации на сумму 10 млн руб., привилегированные акции — на сумму 2 млн руб. с фиксированным дивидендом 40% и обыкновенные акции —

на сумму 20 млн руб., т.е. акции общества имеют высокий уровень левириджа: $0,6 = (10 + 2) : 20$. Прибыль общества составляет 2,2 млн руб. и распределяется следующим образом: на уплату процентов по облигациям — 1 млн руб., на дивиденды по привилегированным акциям — 0,8 млн руб., на дивиденды по обыкновенным акциям — 0,4 млн руб. Если прибыль снизится до 1,1 млн руб., то акционерное общество не только «съест» то, что предназначалось на выплату дивидендов по обыкновенным акциям, но и не сможет за счет прибыли выплатить дивиденды по привилегированным акциям. Дальнейшее снижение прибыли приведет к нехватке средств для выплаты процентов по облигациям. В этом заключается опасность акций с высоким уровнем левириджа и проявляется основная слабость тех обществ, у которых имеется большая сумма долга в виде облигаций и привилегированных акций. Осторожные инвесторы обычно избегают покупки таких ценных бумаг. Возможная структура портфелей разных инвесторов приведена в табл. 8.6¹.

Таблица 8.6

Портфели инвестора (%)

Вид актива	Тип портфеля		
	портфель консервативного инвестора	портфель умеренного инвестора	портфель агрессивного инвестора
Акции	15	30	40
Облигации	45	50	35
Краткосрочные ценные бумаги	35	5	0
Недвижимость	5	15	25
Итого	100	100	100

Содержимое портфеля. При дальнейшей классификации портфеля структурообразующими признаками могут выступать те инвестиционные качества, которые приобретает совокупность ценных бумаг, помещенная в данный портфель. Можно выделить некоторые основные качества: ликвидность или освобождение от налогов, отраслевая региональная принадлежность.

¹ Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Указ. соч. С. 821.

Как известно, ликвидность означает возможность быстрого превращения портфеля в денежную наличность без потери его стоимости. Лучше всего данную задачу позволяют решить портфели денежного рынка. Эта разновидность портфелей ставит своей целью полное сохранение капитала. В состав такого портфеля включается преимущественно денежная наличность или быстрореализуемые активы.

Одно из золотых правил работы с ценными бумагами гласит: нельзя вкладывать все средства в ценные бумаги, необходимо иметь резерв свободной денежной наличности для решения инвестиционных задач, возникающих неожиданно. Данные экономического анализа подтверждают, что при определенных допущениях желаемый размер денежных средств, предназначенный на непредвиденные цели, так же как и желаемый размер денежных средств на транзакционные нужды, зависит от процентной ставки. Значит, инвестор, вкладывая часть средств в денежную форму, обеспечивает требуемую устойчивость портфеля. Денежная наличность может быть конвертируема в иностранную валюту, если курс национальной валюты ниже, чем иностранной. Таким образом, помимо сохранения средств достигается увеличение вложенного капитала за счет курсовой разницы.

Высокой ликвидностью обладают и портфели краткосрочных фондов. Они формируются из краткосрочных ценных бумаг, т.е. инструментов, обращающихся на денежном рынке.

Портфель ценных бумаг, освобожденных от налога, содержит в основном государственные долговые обязательства и предполагает сохранение капитала при высокой степени ликвидности. До недавнего времени ГКО считались одними из самых безопасных, поскольку предполагалось, что государство в принципе обанкротиться не может. Относительно высокий доход по ГКО и их кажущаяся высокая надежность привлекали инвесторов. Краткосрочный характер ценных бумаг, выпущенных государственными органами власти, и сохранявшаяся до разразившегося в августе 1998 г. финансового кризиса низкая способность к риску делали данные инструменты одними из самых низкорисковых и реально должны были бы показывать низкую изменчивость дохода.

Портфель, состоящий из ценных бумаг государственных структур, формируется из государственных и муниципальных ценных бумаг и обязательств. Вложения в данные рыночные инструменты обеспечивают держателю портфеля доход, получаемый от разницы в цене приобретения с дисконтом и выкупной цене и по став-

кам выплаты процентов. Немаловажно и то, что как центральные, так и местные органы власти предоставляют налоговые льготы.

Инвестиционная направленность вложений портфеля, состоящего из ценных бумаг различных отраслей промышленности, в региональном разрезе приводит к созданию портфелей, сформированных из ценных бумаг разных сторон: ценных бумаг эмитентов, находящихся в одном регионе; различных иностранных ценных бумаг. Портфель данной разновидности формируется на базе ценных бумаг, выпущенных предприятиями различных отраслей промышленности, связанных технологически, или какой-либо одной отрасли.

В зависимости от целей инвестирования в состав портфелей включаются различные бумаги, которые соответствуют поставленной цели. Так, конвертируемые портфели состоят из конвертируемых и привилегированных акций и облигаций, которые могут быть обменены на установленное количество обыкновенных акций по фиксированной цене в определенный момент времени, когда может быть осуществлен обмен. При активном рынке — рынке «быка» — это дает возможность получить дополнительный доход. К этому же типу портфелей относят портфель средне- и долгосрочных инвестиций с фиксированным доходом.

Можно выделить портфели ценных бумаг, подобранных в зависимости от региональной принадлежности эмитентов, ценные бумаги которых в них включены. К этому типу портфелей ценных бумаг относят: портфели ценных бумаг определенных стран, региональные портфели, портфели иностранных ценных бумаг.

Все составные части процесса управления портфелем тесно связаны между собой, изменение какой-либо из них приведет к изменению остальных. Как правило, выделяют **два основных способа управления портфелями** — активное и пассивное.

Активное управление характеризуется прогнозированием размера возможного дохода от инвестированных средств. Активная тактика предполагает, с одной стороны, пристальное отслеживание и приобретение высокоприбыльных активов, с другой — максимально быстрое избавление от низкоэффективных активов. Такой тактике соответствует метод активного управления, получивший название свопинг.

Суть *пассивного управления* состоит в создании хорошо диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска и продолжительном удерживании портфелей в неизменном

состоянии. Пассивные портфели характеризуются низким оборотом, минимальным уровнем расходов и низким уровнем специфического риска. Немаловажную роль играет и процесс управления обновлением портфеля. Среди факторов, анализ которых влияет на принятие решения о проведении обновления портфеля, можно выделить следующие:

- цикл и конъюнктура рынков активов и альтернатива вложений;
- фундаментальные макроэкономические изменения (ожидаемый уровень роста капитала, инфляции, процентных ставок, курсов валют, промышленный рост или спад);
- финансовое состояние конкретного эмитента;
- требования инвесторов по изменению управления предприятием, выплате дивидендов, погашению кредитов и т.д.;
- политические и психологические аспекты инвестирования.

Для промышленного предприятия инвестиционный портфель хотя и не является самоцелью, но может принести довольно большую прибыль. Инвестиционный портфель для промышленного предприятия — это эффективный инструмент реструктурирования оборотных средств (части оборотных средств, находящихся в форме свободных денежных активов и ценных бумаг предприятия), состоящий из акций приватизированных предприятий (рискованная часть), государственных ценных бумаг и денежных средств (резерва). В таком виде портфель является комбинированным, т.е. сочетающим в себе элементы рискованного и традиционного консервативного портфеля.

Промышленное предприятие должно решить, какой результат оно желает получить и в течение какого срока будут свободны денежные средства, составляющие резерв. Ответы на эти вопросы позволяют решить, какой из следующих **трех типов инвестиционных портфелей** характерен для предприятия: рискованный, консервативный, комбинированный, и определить «продолжительность жизни» этого портфеля. Важным фактором для определения типа портфеля является также оценка текущей конъюнктуры фондового рынка в целом и бумаг, уже имеющихся у предприятия.

Довольно сложно определить, какой из типов портфелей может оказаться выгодным при нынешней нестабильности фондового рынка, но специалисты придерживаются следующих мнений по вышеперечисленным типам портфелей:

- вложения в рискованный портфель в настоящий момент могут оказаться неоправданными. Рискованный портфель создается

обычно на срок не менее шести месяцев, и вложения в него должны составлять несколько сот тысяч долларов, при том, что риск вложения средств в этот портфель компенсируется возможностью получения высокой прибыли. С точки зрения специалистов, в настоящее время инвестиции в рискованный портфель не могут быть оптимальным вложением, так как есть большая возможность потери части или даже всех этих средств;

- вложения в комбинированный портфель являются менее рискованными, но срок его «жизни» также должен быть достаточно продолжительным;
- вложения в краткосрочный консервативный инвестиционный портфель за предыдущие периоды приносили и приносят в настоящее время стабильный высокий доход.

Приложение

ОБ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОЙ В ФОРМЕ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ

*(в редакции федеральных законов от 2 января 2000 г. № 22-ФЗ,
от 22 августа 2004 г. № 122-ФЗ, от 2 февраля 2006 г. № 19-ФЗ,
от 18 декабря 2006 г. № 232-ФЗ, от 24 июля 2007 г. № 215-ФЗ)*

Настоящий Федеральный закон определяет правовые и экономические основы инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, на территории Российской Федерации, а также устанавливает гарантии равной защиты прав, интересов и имущества субъектов инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, независимо от форм собственности.

Глава I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Статья 1. Основные понятия

Для целей настоящего Федерального закона используются следующие основные понятия:

инвестиции — денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта;

инвестиционная деятельность — вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта;

капитальные вложения — инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты;

инвестиционный проект — обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план);

приоритетный инвестиционный проект — инвестиционный проект, суммарный объем капитальных вложений в который соответствует требованиям законодательства Российской Федерации, включенный в перечень, утверждаемый Правительством Российской Федерации;

срок окупаемости инвестиционного проекта — срок со дня начала финансирования инвестиционного проекта до дня, когда разность между накопленной суммой чистой прибыли с амортизационными отчислениями и объемом инвестиционных затрат приобретает положительное значение;

совокупная налоговая нагрузка — расчетный суммарный объем денежных средств, подлежащих уплате в виде ввозных таможенных пошлин (за исключением особых видов пошлин, вызванных применением мер по защите экономических интересов Российской Федерации при осуществлении внешней торговли товарами в соответствии с законодательством Российской Федерации), федеральных налогов (за исключением акцизов, налога на добавленную стоимость на товары, производимые на территории Российской Федерации) и взносов в государственные внебюджетные фонды (за исключением взносов в Пенсионный фонд Российской Федерации) инвестором, осуществляющим инвестиционный проект, на день начала финансирования инвестиционного проекта.

Статья 2. Отношения, регулируемые настоящим Федеральным законом

Действие настоящего Федерального закона распространяется на отношения, связанные с инвестиционной деятельностью, осуществляемой в форме капитальных вложений.

Настоящий Федеральный закон не распространяется на отношения, связанные с вложениями инвестиций в банки и иные кредитные организации, а также в страховые организации, которые регулируются соответственно законодательством Российской Федерации о банках и банковской деятельности и законодательством Российской Федерации о страховании.

Статья 3. Объекты капитальных вложений

1. Объектами капитальных вложений в Российской Федерации являются находящиеся в частной, государственной, муниципальной и иных формах собственности различные виды вновь создаваемого и (или) модернизируемого имущества, за изъятиями, устанавливаемыми федеральными законами.

2. Запрещаются капитальные вложения в объекты, создание и использование которых не соответствуют законодательству Российской Федерации и утвержденным в установленном порядке стандартам (нормам и правилам).

Статья 4. Субъекты инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений

1. Субъектами инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений (далее — субъекты инвестиционной деятельности), являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капитальных вложений и другие лица.

2. Инвесторы осуществляют капитальные вложения на территории Российской Федерации с использованием собственных и (или) привлеченных средств в соответствии с законодательством Российской Федерации. Инвесторами могут быть физические и юридические лица, создаваемые на основе договора о совместной деятельности и не имеющие статуса юридического лица объединения юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, а также иностранные субъекты предпринимательской деятельности (далее — иностранные инвесторы).

3. Заказчики — уполномоченные на то инвесторами физические и юридические лица, которые осуществляют реализацию инвестиционных проектов. При этом они не вмешиваются в предпринимательскую и (или) иную деятельность других субъектов инвестиционной деятельности, если иное не предусмотрено договором между ними. Заказчиками могут быть инвесторы.

Заказчик, не являющийся инвестором, наделяется правами владения, пользования и распоряжения капитальными вложениями на период и в пределах полномочий, которые установлены договором и (или) государственным контрактом в соответствии с законодательством Российской Федерации.

4. Подрядчики — физические и юридические лица, которые выполняют работы по договору подряда и (или) государственному

или муниципальному контракту, заключаемым с заказчиками в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации. Подрядчики обязаны иметь лицензию на осуществление ими тех видов деятельности, которые подлежат лицензированию в соответствии с федеральным законом.

5. Пользователи объектов капитальных вложений — физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные объединения и организации, для которых создаются указанные объекты. Пользователями объектов капитальных вложений могут быть инвесторы.

6. Субъект инвестиционной деятельности вправе совмещать функции двух и более субъектов, если иное не установлено договором и (или) государственным контрактом, заключаемыми между ними.

Статья 5. Деятельность иностранных инвесторов на территории Российской Федерации

Отношения, связанные с инвестиционной деятельностью, осуществляемой в форме капитальных вложений иностранными инвесторами на территории Российской Федерации, регулируются международными договорами Российской Федерации, Гражданским кодексом Российской Федерации, настоящим Федеральным законом, другими федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации. Если международным договором Российской Федерации установлены иные правила, чем предусмотренные настоящим Федеральным законом, то применяются правила международного договора.

Глава II. ПРАВОВЫЕ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОЙ В ФОРМЕ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Статья 6. Права инвесторов

Инвесторы имеют равные права на:

осуществление инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений, за изъятиями, устанавливаемыми федеральными законами;

самостоятельное определение объемов и направлений капитальных вложений, а также заключение договоров с другими

субъектами инвестиционной деятельности в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации;

владение, пользование и распоряжение объектами капитальных вложений и результатами осуществленных капитальных вложений;

передачу по договору и (или) государственному контракту своих прав на осуществление капитальных вложений и на их результаты физическим и юридическим лицам, государственным органам и органам местного самоуправления в соответствии с законодательством Российской Федерации;

осуществление контроля за целевым использованием средств, направляемых на капитальные вложения;

объединение собственных и привлеченных средств со средствами других инвесторов в целях совместного осуществления капитальных вложений на основании договора и в соответствии с законодательством Российской Федерации;

осуществление других прав, предусмотренных договором и (или) государственным контрактом в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Статья 7. Обязанности субъектов инвестиционной деятельности

Субъекты инвестиционной деятельности обязаны:

осуществлять инвестиционную деятельность в соответствии с международными договорами Российской Федерации, федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, законами субъектов Российской Федерации и иными нормативными правовыми актами субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления, а также с утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами);

исполнять требования, предъявляемые государственными органами и их должностными лицами, не противоречащие нормам законодательства Российской Федерации;

использовать средства, направляемые на капитальные вложения, по целевому назначению.

Статья 8. Отношения между субъектами инвестиционной деятельности

1. Отношения между субъектами инвестиционной деятельности осуществляются на основе договора и (или) государственного

контракта, заключаемых между ними в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации.

2. Условия договоров и (или) государственных контрактов, заключенных между субъектами инвестиционной деятельности, сохраняют свою силу на весь срок их действия, за исключением случаев, предусмотренных настоящим Федеральным законом и другими федеральными законами.

Статья 9. Источники финансирования капитальных вложений

Финансирование капитальных вложений осуществляется инвесторами за счет собственных и (или) привлеченных средств.

Статья 10. Взаимодействие органов государственной власти Российской Федерации, органов государственной власти субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений

Органы государственной власти Российской Федерации, органы государственной власти субъектов Российской Федерации и органы местного самоуправления по согласованию между ними могут осуществлять взаимодействие в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, в соответствии с Конституцией Российской Федерации, настоящим Федеральным законом и другими федеральными законами.

Глава III. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОЙ В ФОРМЕ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Статья 11. Формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений

1. Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, осуществляется органами государственной власти Российской Федерации и органами государственной власти субъектов Российской Федерации.

2. Федеральные органы государственной власти для регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, используют следующие формы и методы:

1) создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:

совершенствования системы налогов, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений;

установления субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуального характера;

защиты интересов инвесторов;

предоставления субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству Российской Федерации;

расширения использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения;

создания и развития сети информационно-аналитических центров, осуществляющих регулярное проведение рейтингов и публикацию рейтинговых оценок субъектов инвестиционной деятельности;

принятия антимонопольных мер;

расширения возможностей использования залогов при осуществлении кредитования;

развития финансового лизинга в Российской Федерации;

проведения переоценки основных фондов в соответствии с темпами инфляции;

создания возможностей формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов;

2) прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:

разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, а также инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета;

формирования перечня строек и объектов технического перевооружения для федеральных государственных нужд и финансирования их за счет средств федерального бюджета. Порядок формирования указанного перечня определяется Правительством Российской Федерации;

абзац утратил силу;

размещения средств федерального бюджета для финансирования инвестиционных проектов в порядке, предусмотренном зако-

нодательством Российской Федерации о размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд. Размещение указанных средств осуществляется на возвратной и срочной основах с уплатой процентов за пользование ими в размерах, определяемых федеральным законом о федеральном бюджете на соответствующий год, либо на условиях закрепления в государственной собственности соответствующей части акций создаваемого акционерного общества, которые реализуются через определенный срок на рынке ценных бумаг с направлением выручки от реализации в доходы соответствующих бюджетов;

проведения экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством Российской Федерации;

защиты российских организаций от поставок морально устаревших и материалоемких, энергоемких и ненаучоемких технологий, оборудования, конструкций и материалов;

разработки и утверждения стандартов (норм и правил) и осуществления контроля за их соблюдением;

выпуска облигационных займов, гарантированных целевых займов;

вовлечения в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строек и объектов, находящихся в государственной собственности;

предоставления концессий российским и иностранным инвесторам по итогам торгов (аукционов и конкурсов) в соответствии с законодательством Российской Федерации.

2¹. Органы государственной власти субъектов Российской Федерации для регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, могут использовать следующие формы и методы:

разработка, утверждение и осуществление межмуниципальных инвестиционных проектов и инвестиционных проектов на объекты государственной собственности субъектов Российской Федерации, финансируемых за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации;

проведение экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством;

предоставление на конкурсной основе государственных гарантий по инвестиционным проектам за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации. Порядок предоставления го-

сударственных гарантий за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации определяется законами соответствующих субъектов Российской Федерации;

размещение средств бюджетов субъектов Российской Федерации для финансирования инвестиционных проектов в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации о размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд. Размещение указанных средств осуществляется на возвратной и срочной основах с уплатой процентов за пользование ими в размерах, определяемых законом о бюджете субъекта Российской Федерации, либо на условиях закрепления в собственности субъекта Российской Федерации соответствующей части акций создаваемого акционерного общества, которые реализуются через определенный срок на рынке ценных бумаг с направлением выручки от реализации в доходы соответствующих бюджетов;

выпуск облигационных займов субъектов Российской Федерации, гарантированных целевых займов;

вовлечение в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированныхстроек и объектов, находящихся в собственности субъектов Российской Федерации.

3. Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, может осуществляться с использованием иных форм и методов в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Статья 12. Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, в условиях возникновения чрезвычайных ситуаций

В условиях возникновения на территории Российской Федерации чрезвычайных ситуаций деятельность субъектов инвестиционной деятельности, оказавшихся в зоне чрезвычайной ситуации, осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Статья 13. Порядок принятия решений об осуществлении государственных капитальных вложений

1. Решения об осуществлении государственных капитальных вложений принимаются органами государственной власти в соответствии с законодательством Российской Федерации.

2. Расходы на финансирование государственных капитальных вложений предусматриваются:

в федеральном бюджете — при условии, что эти расходы являются частью расходов на реализацию соответствующих федеральных целевых программ, а также на основании предложений Президента Российской Федерации либо Правительства Российской Федерации;

в бюджетах субъектов Российской Федерации — при условии, что эти расходы являются частью расходов на реализацию соответствующих региональных целевых программ, а также на основании предложений органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации.

3. Разработка, рассмотрение и утверждение инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета, производятся в соответствии с законодательством Российской Федерации в порядке, предусмотренном для федеральных целевых программ. Перечни инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета, образуют федеральные инвестиционные программы.

4. Порядок финансирования инвестиционных проектов за счет средств федерального бюджета определяется Правительством Российской Федерации, а порядок финансирования инвестиционных проектов за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации — органами исполнительной власти соответствующих субъектов Российской Федерации. Перечни инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации, образуют региональные инвестиционные программы.

5. Решения об использовании средств федерального бюджета для финансирования инвестиционных проектов и (или) инвестиционных программ, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, принимаются после заключения Российской Федерацией соответствующих межгосударственных соглашений.

6. Размещение заказов на подрядные строительные работы для государственных нужд за счет средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов Российской Федерации при реализации соответствующих инвестиционных проектов производится государственными заказчиками в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации о размещении заказов на

поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд.

7. Контроль за целевым и эффективным использованием средств федерального бюджета, направляемых на капитальные вложения, в соответствии с законодательством Российской Федерации осуществляют Счетная палата Российской Федерации, а также уполномоченные на то федеральные органы исполнительной власти. Контроль за целевым и эффективным использованием средств бюджетов субъектов Российской Федерации осуществляют уполномоченные на то соответствующими субъектами Российской Федерации органы.

Статья 14. Проверка эффективности инвестиционных проектов, финансируемых полностью или частично за счет средств федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, и достоверности их сметной стоимости

1. Инвестиционные проекты, финансирование которых планируется осуществлять полностью или частично за счет средств федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, подлежат проверке на предмет эффективности использования направляемых на капитальные вложения средств соответствующих бюджетов в случаях и в порядке, которые установлены соответственно нормативными правовыми актами Правительства Российской Федерации, нормативными правовыми актами субъектов Российской Федерации, муниципальными правовыми актами.

2. Проверка инвестиционных проектов, финансирование которых планируется осуществлять полностью или частично за счет средств федерального бюджета, на предмет эффективности использования направляемых на капитальные вложения средств федерального бюджета проводится федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по выработке государственной политики и нормативно-правовому регулированию в сфере инвестиционной деятельности.

3. Сметная стоимость инвестиционных проектов, финансирование которых планируется осуществлять полностью или частично за счет средств федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, подлежит проверке на предмет достоверности использования направляемых на капи-

тельные вложения средств соответствующих бюджетов в порядке, установленном соответственно нормативными правовыми актами Правительства Российской Федерации, нормативными правовыми актами субъектов Российской Федерации, муниципальными правовыми актами.

Глава IV. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ГАРАНТИИ ПРАВ СУБЪЕКТОВ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И ЗАЩИТА КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ

Статья 15. Государственные гарантии прав субъектов инвести- ционной деятельности

1. Государство в соответствии с настоящим Федеральным законом, другими федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, законами субъектов Российской Федерации и иными нормативными правовыми актами субъектов Российской Федерации гарантирует всем субъектам инвестиционной деятельности независимо от форм собственности:

обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;

гласность в обсуждении инвестиционных проектов;

право обжаловать в суд решения и действия (бездействие) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц;

защиту капитальных вложений.

2. В случае, если вступают в силу новые федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации, изменяющие размеры ввозных таможенных пошлин (за исключением особых видов пошлин, вызванных применением мер по защите экономических интересов Российской Федерации при осуществлении внешней торговли товарами в соответствии с законодательством Российской Федерации), федеральных налогов (за исключением акцизов, налога на добавленную стоимость на товары, производимые на территории Российской Федерации) и взносов в государственные внебюджетные фонды (за исключением взносов в Пенсионный фонд Российской Федерации), либо вносятся в действующие федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации изменения и дополнения, которые приводят к увеличению совокупной налоговой нагрузки на деятельность инвестора по реализации приоритетного инвестиционного проекта на территории Российской Федерации или устанавливают ре-

жим запретов и ограничений в отношении осуществления капитальных вложений на территории Российской Федерации по сравнению с совокупной налоговой нагрузкой и режимом, действовавшими в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации на день начала финансирования приоритетного инвестиционного проекта, то такие новые федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации, а также изменения и дополнения, вносимые в действующие федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации, не применяются в течение сроков, указанных в пункте 3 настоящей статьи, в отношении инвестора, осуществляющего приоритетный инвестиционный проект, при условии, что товары, ввозимые на таможенную территорию Российской Федерации инвестором, используются целевым назначением для реализации приоритетного инвестиционного проекта.

3. Стабильность для инвестора, осуществляющего инвестиционный проект, условий и режима, указанных в настоящей статье, гарантируется в течение срока окупаемости инвестиционного проекта, но не более семи лет со дня начала финансирования указанного проекта. Дифференциация сроков окупаемости инвестиционных проектов в зависимости от их видов определяется в порядке, установленном Правительством Российской Федерации.

4. В исключительных случаях при реализации инвестором приоритетного инвестиционного проекта в сфере производства или создания транспортной либо иной инфраструктуры, срок окупаемости которого превышает семь лет, Правительство Российской Федерации принимает решение о продлении для указанного инвестора срока действия условий и режима, указанных в пункте 2 настоящей статьи.

5. Положения пункта 2 настоящей статьи не распространяются на изменения и дополнения, которые вносятся в законодательные акты Российской Федерации, или принимаемые новые федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства.

6. Правительство Российской Федерации:

устанавливает критерии оценки изменения в неблагоприятном для инвестора, осуществляющего приоритетный инвестиционный проект на территории Российской Федерации, отношении усло-

вий взимания ввозных таможенных пошлин, федеральных налогов и взносов в государственные внебюджетные фонды, режима запретов и ограничений в отношении осуществления капитальных вложений на территории Российской Федерации;

утверждает порядок, определяющий день начала финансирования инвестиционного проекта, в том числе с участием иностранных инвесторов;

утверждает порядок регистрации приоритетных инвестиционных проектов;

осуществляет контроль за исполнением инвестором взятых им обязательств по реализации приоритетного инвестиционного проекта в сроки, указанные в пунктах 3 и 4 настоящей статьи.

В случае неисполнения инвестором обязательств, указанных в части первой настоящего пункта, он лишается льгот, предоставленных ему в соответствии с настоящей статьей. Сумма денежных средств, не уплаченных в результате предоставления указанных льгот, подлежит возврату в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

Статья 16. Защита капитальных вложений

1. Капитальные вложения могут быть:

национализированы только при условии предварительного и равноценного возмещения государством убытков, причиненных субъектам инвестиционной деятельности, в соответствии с Конституцией Российской Федерации, Гражданским кодексом Российской Федерации;

реквизированы по решению государственных органов в случаях, порядке и на условиях, которые определены Гражданским кодексом Российской Федерации.

2. Страхование капитальных вложений осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Статья 17. Ответственность субъектов инвестиционной деятельности

1. В случае нарушения требований законодательства Российской Федерации, условий договора и (или) государственного контракта субъекты инвестиционной деятельности несут ответственность в соответствии с законодательством Российской Федерации.

2. Споры, связанные с инвестиционной деятельностью, осуществляемой в форме капитальных вложений, разрешаются в поряд-

ке, установленном законодательством Российской Федерации, международными договорами Российской Федерации.

**Статья 18. Прекращение или приостановление
инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме
капитальных вложений**

1. Прекращение или приостановление инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, производится в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

2. Порядок возмещения убытков субъектам инвестиционной деятельности в случае прекращения или приостановления инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, определяется законодательством Российской Федерации и заключенными договорами и (или) государственными контрактами.

**Глава V. ОСНОВЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОЙ В ФОРМЕ
КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ, ОРГАНАМИ МЕСТНОГО
САМОУПРАВЛЕНИЯ**

**Статья 19. Формы и методы регулирования инвестиционной
деятельности, осуществляемой в форме капитальных
вложений, органами местного самоуправления**

1. Регулирование органами местного самоуправления инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, предусматривает:

1) создание в муниципальных образованиях благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:

установления субъектам инвестиционной деятельности льгот по уплате местных налогов;

защиты интересов инвесторов;

предоставления субъектам инвестиционной деятельности не противоречащих законодательству Российской Федерации льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, находящимися в муниципальной собственности;

расширения использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения;

2) прямое участие органов местного самоуправления в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:

разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, осуществляемых муниципальными образованиями;

размещения средств местных бюджетов для финансирования инвестиционных проектов в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации о размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд. Размещение указанных средств осуществляется на возвратной и срочной основах с уплатой процентов за пользование ими в размерах, определяемых нормативными правовыми актами о местных бюджетах, либо на условиях закрепления в муниципальной собственности соответствующей части акций создаваемого акционерного общества, которые реализуются через определенный срок на рынке ценных бумаг с направлением выручки от реализации в доходы местных бюджетов;

проведения экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством Российской Федерации;

выпуска муниципальных займов в соответствии с законодательством Российской Федерации;

вовлечения в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированныхстроек и объектов, находящихся в муниципальной собственности.

2. Органы местного самоуправления предоставляют на конкурсной основе муниципальные гарантии по инвестиционным проектам за счет средств местных бюджетов. Порядок предоставления муниципальных гарантий за счет средств местных бюджетов утверждается представительным органом местного самоуправления в соответствии с законодательством Российской Федерации.

3. Расходы на финансирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений органами местного самоуправления, предусматриваются местными бюджетами. Контроль за целевым и эффективным использованием средств местных бюджетов, направляемых на капитальные вложения, осуществляют органы, уполномоченные представительными органами местного самоуправления.

4. В случае участия органов местного самоуправления в финансировании инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией и субъектами Российской Федерации, разработ-

ка и утверждение этих инвестиционных проектов осуществляются по согласованию с органами местного самоуправления.

5. При осуществлении инвестиционной деятельности органы местного самоуправления вправе взаимодействовать с органами местного самоуправления других муниципальных образований, в том числе путем объединения собственных и привлеченных средств на основании договора между ними и в соответствии с законодательством Российской Федерации.

6. Регулирование органами местного самоуправления инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, может осуществляться с использованием иных форм и методов в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Статья 20. Муниципальные гарантии прав субъектов инвестиционной деятельности

Органы местного самоуправления в пределах своих полномочий в соответствии с настоящим Федеральным законом, другими федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, законами субъектов Российской Федерации и иными нормативными правовыми актами субъектов Российской Федерации гарантируют всем субъектам инвестиционной деятельности:

обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;

гласность в обсуждении инвестиционных проектов;

стабильность прав субъектов инвестиционной деятельности.

Глава VI. ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Статья 21. О признании утратившими силу некоторых законодательных актов в связи с принятием настоящего Федерального закона

В связи с принятием настоящего Федерального закона признать утратившими силу в части норм, противоречащих настоящему Федеральному закону:

Закон РСФСР «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» (Ведомости Съезда народных депутатов РСФСР и Верховного Совета РСФСР, 1991, № 29, ст. 1005);

Постановление Верховного Совета РСФСР «О введении в действие Закона РСФСР "Об инвестиционной деятельности в РСФСР"»

(Ведомости Съезда народных депутатов РСФСР и Верховного Совета РСФСР, 1991, № 29, ст. 1006);

статью 5 Федерального закона «О внесении изменений и дополнений в законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Законов Российской Федерации «О стандартизации», «Об обеспечении единства измерений», «О сертификации продукции и услуг» (Собрание законодательства Российской Федерации, 1995, № 26, ст. 2397).

Статья 22. Вступление в силу настоящего Федерального закона

Настоящий Федеральный закон вступает в силу со дня его официального опубликования.

Статья 23. Приведение правовых актов в соответствие с настоящим Федеральным законом

Президенту Российской Федерации, Правительству Российской Федерации привести свои правовые акты в соответствие с настоящим Федеральным законом.

ОБ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЯХ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральный закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ

*(в редакции федеральных законов от 21 марта 2002 г. № 31-ФЗ,
от 25 июля 2002 г. № 117-ФЗ, от 8 декабря 2003 г. № 169-ФЗ,
от 22 июля 2005 г. № 117-ФЗ, от 3 июня 2006 г. № 75-ФЗ,
от 26 июня 2007 г. № 118-ФЗ)*

Настоящий Федеральный закон определяет основные гарантии прав иностранных инвесторов на инвестиции и получаемые от них доходы и прибыль, условия предпринимательской деятельности иностранных инвесторов на территории Российской Федерации.

Настоящий Федеральный закон направлен на привлечение и эффективное использование в экономике Российской Федерации иностранных материальных и финансовых ресурсов, передовой техники и технологии, управленческого опыта, обеспечение стабильности условий деятельности иностранных инвесторов и соблюдение соответствия правового режима иностранных инвестиций нормам международного права и международной практике инвестиционного сотрудничества.

Статья 1. Отношения, регулируемые настоящим Федеральным законом, и сфера его применения

1. Настоящий Федеральный закон регулирует отношения, связанные с государственными гарантиями прав иностранных инвесторов при осуществлении ими инвестиций на территории Российской Федерации.

2. Настоящий Федеральный закон не распространяется на отношения, связанные с вложениями иностранного капитала в банки и иные кредитные организации, а также в страховые организации, которые регулируются соответственно законодательством Российской Федерации о банках и банковской деятельности и законодательством Российской Федерации о страховании.

Настоящий Федеральный закон также не распространяется на отношения, связанные с вложением иностранного капитала в некоммерческие организации для достижения определенной общественно полезной цели, в том числе образовательной, благотворительной, научной или религиозной, которые регулируются законодательством Российской Федерации о некоммерческих организациях.

Действие статей 7 и 16 настоящего Федерального закона не распространяется на отношения, связанные с осуществлением промышленно-производственной, технико-внедренческой или туристско-рекреационной деятельности резидентами особой экономической зоны.

Статья 2. Основные понятия, используемые в настоящем Федеральном законе

Для целей настоящего Федерального закона используются следующие основные понятия:

иностранный инвестор — иностранное юридическое лицо, гражданская правоспособность которого определяется в соответствии с законодательством государства, в котором оно учреждено, и которое вправе в соответствии с законодательством указанного государства осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации; иностранная организация, не являющаяся юридическим лицом, гражданская правоспособность которой определяется в соответствии с законодательством государства, в котором она учреждена, и которая вправе в соответствии с законодательством указанного государства осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации; иностранный гражданин, гражданская правоспособность и дееспособность которого определяются в соответствии с законодательством государства его гражданства и который вправе в соответствии с законодательством указанного государства осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации; лицо без гражданства, которое постоянно проживает за пределами Российской Федерации, гражданская правоспособность и дееспособность которого определяются в соответствии с законодательством государства его постоянного места жительства и которое вправе в соответствии с законодательством указанного государства осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации; международная организация, которая вправе в соответствии с международным договором Российской Федерации осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации; иностранные государства в соответствии с порядком, определяемым федеральными законами;

иностранная инвестиция — вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадле-

жащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте в Российской Федерации в соответствии с федеральными законами, 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;

прямая иностранная инвестиция — приобретение иностранным инвестором не менее 10 процентов доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале коммерческой организации, созданной или вновь создаваемой на территории Российской Федерации в форме хозяйственного товарищества или общества в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации; вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица, создаваемого на территории Российской Федерации; осуществление на территории Российской Федерации иностранным инвестором как арендодателем финансовой аренды (лизинга) оборудования, указанного в разделах XVI и XVII Товарной номенклатуры внешнеэкономической деятельности Содружества Независимых Государств (ТН ВЭД СНГ), таможенной стоимостью не менее 1 млн рублей;

инвестиционный проект — обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления прямой иностранной инвестиции, включающее проектно-сметную документацию, которая разработана в соответствии со стандартами, предусмотренными законодательством Российской Федерации;

приоритетный инвестиционный проект — инвестиционный проект, суммарный объем иностранных инвестиций в который составляет не менее 1 млрд рублей (не менее эквивалентной суммы в иностранной валюте по курсу Центрального банка Российской Федерации на день вступления в силу настоящего Федерального закона), или инвестиционный проект, в котором минимальная доля (вклад) иностранных инвесторов в уставном (складочном) капитале коммерческой организации с иностранными инвестициями составляет не менее 100 млн рублей (не менее эквивалентной суммы в иностранной валюте по курсу Центрального банка Российской Федерации на день вступления в силу настоящего Федерального закона), включенные в перечень, утверждаемый Правительством Российской Федерации;

срок окупаемости инвестиционного проекта — срок со дня начала финансирования инвестиционного проекта с использованием прямой иностранной инвестиции до дня, когда разность между накопленной суммой чистой прибыли с амортизационными отчислениями и объемом инвестиционных затрат коммерческой организации с иностранными инвестициями, или филиала иностранного юридического лица, или арендодателя по договору финансовой аренды (лизинга) приобретет положительное значение;

реинвестирование — осуществление капитальных вложений в объекты предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации за счет доходов или прибыли иностранного инвестора или коммерческой организации с иностранными инвестициями, которые получены ими от иностранных инвестиций;

совокупная налоговая нагрузка — расчетный суммарный объем денежных средств, подлежащих уплате в виде ввозных таможенных пошлин (за исключением таможенных пошлин, вызванных применением мер по защите экономических интересов Российской Федерации при осуществлении внешней торговли товарами в соответствии с законодательством Российской Федерации), федеральных налогов (за исключением акцизов, налога на добавленную стоимость на товары, производимые на территории Российской Федерации) и взносов в государственные внебюджетные фонды (за исключением взносов в Пенсионный фонд Российской Федерации) иностранным инвестором и коммерческой организацией с иностранными инвестициями, осуществляющими инвестиционный проект за счет иностранных инвестиций, на момент начала финансирования инвестиционного проекта.

Статья 3. Правовое регулирование иностранных инвестиций на территории Российской Федерации

1. Правовое регулирование иностранных инвестиций на территории Российской Федерации осуществляется настоящим Федеральным законом, другими федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, а также международными договорами Российской Федерации.

2. Субъекты Российской Федерации вправе принимать законы и иные нормативные правовые акты, регулирующие иностранные инвестиции, по вопросам, относящимся к их ведению, а также к совместному ведению Российской Федерации и субъектов Российской Федерации, в соответствии с настоящим Федеральным законом и другими федеральными законами.

Статья 4. Правовой режим деятельности иностранных инвесторов и коммерческих организаций с иностранными инвестициями

1. 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, устанавливаемыми федеральными законами.

2. Изъятия ограничительного характера для иностранных инвесторов могут быть установлены федеральными законами только в той мере, в какой это необходимо в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства.

Изъятия стимулирующего характера в виде льгот для иностранных инвесторов могут быть установлены в интересах социально-экономического развития Российской Федерации. Виды льгот и порядок их предоставления устанавливаются законодательством Российской Федерации.

3. Филиал иностранного юридического лица, созданный на территории Российской Федерации, выполняет часть функций или все функции, включая функции представительства, от имени создавшего его иностранного юридического лица (далее — головная организация) при условии, что цели создания и деятельность головной организации имеют коммерческий характер и головная организация несет непосредственную имущественную ответственность по принятым ею в связи с ведением указанной деятельности на территории Российской Федерации обязательствам.

4. Дочерние и зависимые общества коммерческой организации с иностранными инвестициями не пользуются правовой защитой, гарантиями и льготами, установленными настоящим Федеральным законом, при осуществлении ими предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации.

5. Иностранный инвестор, коммерческая организация с иностранными инвестициями, созданная на территории Российской Федерации, в которой иностранный инвестор (иностранные инвесторы) владеет (владеют) не менее чем 10 процентами доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале указанной организации, при осуществлении ими реинвестирования пользуются в полном

объеме правовой защитой, гарантиями и льготами, установленными настоящим Федеральным законом.

6. Российская коммерческая организация получает статус коммерческой организации с иностранными инвестициями со дня вхождения в состав ее участников иностранного инвестора. С этого дня коммерческая организация с иностранными инвестициями и иностранный инвестор пользуются правовой защитой, гарантиями и льготами, установленными настоящим Федеральным законом.

Коммерческая организация утрачивает статус коммерческой организации с иностранными инвестициями со дня выхода иностранного инвестора из состава ее участников (при наличии нескольких иностранных инвесторов в составе ее участников — в случае выхода всех иностранных инвесторов). С этого дня указанная коммерческая организация и иностранный инвестор утрачивают правовую защиту, гарантии и льготы, установленные настоящим Федеральным законом.

Статья 5. Гарантия правовой защиты деятельности иностранных инвесторов на территории Российской Федерации

1. Иностранному инвестору на территории Российской Федерации предоставляется полная и безусловная защита прав и интересов, которая обеспечивается настоящим Федеральным законом, другими федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, а также международными договорами Российской Федерации.

2. Иностранный инвестор имеет право на возмещение убытков, причиненных ему в результате незаконных действий (бездействия) государственных органов, органов местного самоуправления или должностных лиц этих органов, в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации.

Статья 6. Гарантия использования иностранным инвестором различных форм осуществления инвестиций на территории Российской Федерации

Иностранный инвестор имеет право осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации в любых формах, не запрещенных законодательством Российской Федерации.

Оценка вложения капитала в уставный (складочный) капитал коммерческой организации с иностранными инвестициями производится в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Оценка вложения капитала осуществляется в валюте Российской Федерации.

Статья 7. Гарантия перехода прав и обязанностей иностранного инвестора другому лицу

1. Иностранный инвестор в силу договора вправе передать свои права (уступить требования) и обязанности (перевести долг), а на основании закона или решения суда обязан передать свои права (уступить требования) и обязанности (перевести долг) другому лицу в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации.

2. Если иностранное государство или уполномоченный им государственный орган производят платеж в пользу иностранного инвестора по гарантии (договору страхования), предоставленной иностранному инвестору в отношении инвестиций, осуществленных им на территории Российской Федерации, и к этому иностранному государству или уполномоченному им государственному органу переходят права (уступаются требования) иностранного инвестора на указанные инвестиции, то в Российской Федерации такой переход прав (уступка требования) признается правомерным.

Статья 8. Гарантия компенсации при национализации и реквизиции имущества иностранного инвестора или коммерческой организации с иностранными инвестициями

1. Имущество иностранного инвестора или коммерческой организации с иностранными инвестициями не подлежит принудительному изъятию, в том числе национализации, реквизиции, за исключением случаев и по основаниям, которые установлены федеральным законом или международным договором Российской Федерации.

2. При реквизиции иностранному инвестору или коммерческой организации с иностранными инвестициями выплачивается стоимость реквизируемого имущества. При прекращении действия обстоятельств, в связи с которыми произведена реквизиция, иностранный инвестор или коммерческая организация с иностранными инвестициями вправе требовать в судебном порядке возврата сохранившегося имущества, но при этом обязаны возратить полученную ими сумму компенсации с учетом потерь от снижения стоимости имущества.

При национализации иностранному инвестору или коммерческой организации с иностранными инвестициями возмещаются

стоимость национализируемого имущества и другие убытки. Споры о возмещении убытков разрешаются в порядке, предусмотренном статьями 10 настоящего Федерального закона.

**Статья 9. Гарантия от неблагоприятного изменения для
иностранного инвестора и коммерческой организации с
иностранными инвестициями законодательства Российской
Федерации**

1. В случае, если вступают в силу новые федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации, изменяющие размеры ввозных таможенных пошлин (за исключением таможенных пошлин, вызванных применением мер по защите экономических интересов Российской Федерации при осуществлении внешней торговли товарами в соответствии с законодательством Российской Федерации), федеральных налогов (за исключением акцизов, налога на добавленную стоимость на товары, производимые на территории Российской Федерации) и взносов в государственные внебюджетные фонды (за исключением взносов в Пенсионный фонд Российской Федерации), либо вносятся в действующие федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации изменения и дополнения, которые приводят к увеличению совокупной налоговой нагрузки на деятельность иностранного инвестора и коммерческой организации с иностранными инвестициями по реализации приоритетных инвестиционных проектов либо устанавливают режим запретов и ограничений в отношении иностранных инвестиций в Российской Федерации по сравнению с совокупной налоговой нагрузкой и режимом, действовавшими в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации на день начала финансирования приоритетного инвестиционного проекта за счет иностранных инвестиций, то такие новые федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации, а также изменения и дополнения, вносимые в действующие федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации, не применяются в течение сроков, указанных в пункте 2 настоящей статьи, в отношении иностранного инвестора и коммерческой организации с иностранными инвестициями, осуществляющих приоритетные инвестиционные проекты за счет иностранных инвестиций, при условии, что товары, ввозимые на таможенную территорию Российской Федерации иностранным инвестором и коммерческой организацией с иностранными инвестициями, используются це-

левым назначением для реализации приоритетных инвестиционных проектов.

Положения абзаца первого настоящего пункта распространяются на коммерческую организацию с иностранными инвестициями, если доля, доли (вклад) иностранных инвесторов в уставном (складочном) капитале такой организации составляют свыше 25 процентов, а также на коммерческую организацию с иностранными инвестициями, реализующую приоритетный инвестиционный проект, независимо от доли, долей (вклада) иностранных инвесторов в уставном (складочном) капитале такой организации.

2. Стабильность для иностранного инвестора, осуществляющего инвестиционный проект, условий и режима, указанных в пункте 1 настоящей статьи, гарантируется в течение срока окупаемости инвестиционного проекта, но не более семи лет со дня начала финансирования указанного проекта за счет иностранных инвестиций. Дифференциация сроков окупаемости инвестиционных проектов в зависимости от их видов определяется в порядке, установленном Правительством Российской Федерации.

3. В исключительных случаях при реализации иностранным инвестором и коммерческой организацией с иностранными инвестициями приоритетных инвестиционных проектов в сфере производства или создания транспортной либо иной инфраструктуры с суммарным объемом иностранных инвестиций не менее 1 млрд рублей (не менее эквивалентной суммы в иностранной валюте по курсу Центрального банка Российской Федерации на день вступления в силу настоящего Федерального закона), срок окупаемости которого превышает семь лет, Правительство Российской Федерации принимает решение о продлении для указанного иностранного инвестора и коммерческой организации с иностранными инвестициями срока действия условий и режима, указанных в пункте 1 настоящей статьи.

4. Положения пункта 1 настоящей статьи не распространяются на изменения и дополнения, которые вносятся в законодательные акты Российской Федерации, или принимаемые новые федеральные законы и иные нормативные правовые акты Российской Федерации в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства.

5. Правительство Российской Федерации:

устанавливает критерии оценки изменения в неблагоприятном для иностранного инвестора и коммерческой организации с ино-

странными инвестициями отношении условий взимания ввозных таможенных пошлин, федеральных налогов и взносов в государственные внебюджетные фонды, режима запретов и ограничений осуществления иностранных инвестиций на территории Российской Федерации;

утверждает порядок регистрации приоритетных инвестиционных проектов федеральным органом исполнительной власти, указанным в статье 24 настоящего Федерального закона;

осуществляет контроль за исполнением иностранным инвестором и коммерческой организацией с иностранными инвестициями взятых ими обязательств по реализации приоритетных инвестиционных проектов в сроки, указанные в пунктах 2 и 3 настоящей статьи.

В случае неисполнения иностранным инвестором и коммерческой организацией с иностранными инвестициями обязательств, указанных в части первой настоящего пункта, они лишаются льгот, предоставленных им в соответствии с настоящей статьей. Сумма денежных средств, не уплаченных в результате предоставления указанных льгот, подлежит возврату в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

Статья 10. Гарантия обеспечения надлежащего разрешения спора, возникшего в связи с осуществлением инвестиций и предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации иностранным инвестором

Спор иностранного инвестора, возникший в связи с осуществлением инвестиций и предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации, разрешается в соответствии с международными договорами Российской Федерации и федеральными законами в суде или арбитражном суде либо в международном арбитраже (третейском суде).

Статья 11. Гарантия использования на территории Российской Федерации и перевода за пределы Российской Федерации доходов, прибыли и других правомерно полученных денежных сумм

Иностранный инвестор после уплаты предусмотренных законодательством Российской Федерации налогов и сборов имеет

право на свободное использование доходов и прибыли на территории Российской Федерации для реинвестирования с соблюдением положений пункта 2 статьи 4 настоящего Федерального закона или для иных не противоречащих законодательству Российской Федерации целей и на беспрепятственный перевод за пределы Российской Федерации доходов, прибыли и других правомерно полученных денежных сумм в иностранной валюте в связи с ранее осуществленными им инвестициями, в том числе:

доходов от инвестиций, полученных в виде прибыли, дивидендов, процентов и других доходов;

денежных сумм во исполнение обязательств коммерческой организации с иностранными инвестициями или иностранного юридического лица, открывшего свой филиал на территории Российской Федерации, по договорам и иным сделкам;

денежных сумм, полученных иностранным инвестором в связи с ликвидацией коммерческой организации с иностранными инвестициями или филиала иностранного юридического лица либо отчуждением инвестированного имущества, имущественных прав и исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности;

компенсаций, предусмотренных статьей 8 настоящего Федерального закона.

**Статья 12. Гарантия права иностранного инвестора
на беспрепятственный вывоз за пределы
Российской Федерации имущества и информации
в документальной форме или в форме записи
на электронных носителях, которые были
первоначально ввезены на территорию
Российской Федерации в качестве
иностранной инвестиции**

Иностранный инвестор, который первоначально ввез на территорию Российской Федерации имущество и информацию в документальной форме или в форме записи на электронных носителях в качестве иностранной инвестиции, имеет право на беспрепятственный (без квотирования, лицензирования и применения к нему других мер нетарифного регулирования внешнеторговой деятельности) вывоз указанных имущества и информации за пределы Российской Федерации.

Статья 13. Гарантия права иностранного инвестора на приобретение ценных бумаг

Иностранный инвестор вправе приобрести акции и иные ценные бумаги российских коммерческих организаций и государственные ценные бумаги в соответствии с законодательством Российской Федерации о ценных бумагах.

Статья 14. Гарантия участия иностранного инвестора в приватизации

Иностранный инвестор может участвовать в приватизации объектов государственной и муниципальной собственности путем приобретения прав собственности на государственное и муниципальное имущество или доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале приватизируемой организации на условиях и в порядке, которые установлены законодательством Российской Федерации о приватизации государственного и муниципального имущества.

Статья 15. Гарантия предоставления иностранному инвестору права на земельные участки, другие природные ресурсы, здания, сооружения и иное недвижимое имущество

Приобретение иностранным инвестором права на земельные участки, другие природные ресурсы, здания, сооружения и иное недвижимое имущество осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации и законодательством субъектов Российской Федерации.

Право на заключение договора аренды земельного участка может быть приобретено коммерческой организацией с иностранными инвестициями на торгах (аукционе, конкурсе), если иное не предусмотрено законодательством Российской Федерации.

Статья 16. Льготы, предоставляемые иностранному инвестору и коммерческой организации с иностранными инвестициями, по уплате таможенных платежей

Льготы по уплате таможенных платежей предоставляются иностранным инвесторам и коммерческим организациям с иностранными инвестициями при осуществлении ими приоритетного инвестиционного проекта в соответствии с таможенным за-

конодательством Российской Федерации и законодательством Российской Федерации о налогах и сборах.

Статья 17. Льготы и гарантии, предоставляемые иностранному инвестору субъектами Российской Федерации и органами местного самоуправления

Субъекты Российской Федерации и органы местного самоуправления в пределах своей компетенции могут предоставлять иностранному инвестору льготы и гарантии, осуществлять финансирование и оказывать иные формы поддержки инвестиционного проекта, осуществляемого иностранным инвестором, за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации и местных бюджетов, а также внебюджетных средств.

Статья 18. Антимонопольное законодательство Российской Федерации и соблюдение добросовестной конкуренции иностранным инвестором

Иностранный инвестор обязан соблюдать антимонопольное законодательство Российской Федерации и не допускать недобросовестной конкуренции и ограничительной деловой практики, в том числе путем создания на территории Российской Федерации коммерческой организации с иностранными инвестициями или филиала иностранного юридического лица для производства какого-либо пользующегося повышенным спросом товара, а затем самоликвидации в целях продвижения на рынок аналогичного товара иностранного происхождения, а также посредством злостного соглашения о ценах или о распределении рынков сбыта товара либо об участии в торгах (аукционах, конкурсах).

Статья 19. Имущественное страхование, осуществляемое коммерческой организацией с иностранными инвестициями и головной организацией филиала иностранного юридического лица

Имущественное страхование риска утраты (гибели), недостачи или повреждения имущества, риска гражданской ответственности и предпринимательского риска осуществляется коммерческой организацией с иностранными инвестициями по ее усмотрению, а филиалом иностранного юридического лица — по усмотрению головной организации, если иное не предусмотрено законодательством Российской Федерации.

Статья 20. Создание и ликвидация коммерческой организации с иностранными инвестициями

1. Создание и ликвидация коммерческой организации с иностранными инвестициями осуществляются на условиях и в порядке, которые предусмотрены Гражданским кодексом Российской Федерации и другими федеральными законами, за изъятиями, которые могут быть установлены федеральными законами в соответствии с пунктом 2 статьи 4 настоящего Федерального закона.

2. Юридические лица, являющиеся коммерческими организациями с иностранными инвестициями, подлежат государственной регистрации в порядке, определяемом федеральным законом о государственной регистрации юридических лиц.

Статья 21. Создание и ликвидация филиала иностранного юридического лица

Филиал иностранного юридического лица создается в целях осуществления на территории Российской Федерации той деятельности, которую осуществляет за пределами Российской Федерации головная организация, и ликвидируется на основании решения иностранного юридического лица — головной организации.

Государственный контроль за созданием, деятельностью и ликвидацией филиала иностранного юридического лица осуществляется посредством его аккредитации в порядке, определяемом Правительством Российской Федерации.

Федеральный орган исполнительной власти, указанный в статье 24 настоящего Федерального закона, осуществляет аккредитацию филиала иностранного юридического лица.

Филиалу иностранного юридического лица может быть отказано в аккредитации в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства.

Статья 22. Требования к положению о филиале иностранного юридического лица

1. Головная организация представляет в федеральный орган исполнительной власти, указанный в статье 24 настоящего Федерального закона, положение о филиале иностранного юридического лица и другие документы, перечень и требования к содержанию которых с учетом пунктов 2 и 3 настоящей статьи утверждаются Правительством Российской Федерации.

2. В положении о филиале иностранного юридического лица должны быть указаны наименования филиала и его головной организации, организационно-правовая форма головной организации, местонахождение филиала на территории Российской Федерации и юридический адрес его головной организации, цели создания и виды деятельности филиала, состав, объем и сроки вложения капитала в основные фонды филиала, порядок управления филиалом. В положение о филиале иностранного юридического лица могут быть включены другие сведения, отражающие особенности деятельности филиала иностранного юридического лица на территории Российской Федерации и не противоречащие законодательству Российской Федерации.

3. Оценка вложения капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица производится головной организацией на основе внутренних цен или мировых цен. Оценка вложения капитала осуществляется в валюте Российской Федерации. Величина стоимостной оценки вложения капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица должна быть указана в положении о филиале иностранного юридического лица.

4. Филиал иностранного юридического лица имеет право осуществлять предпринимательскую деятельность на территории Российской Федерации со дня его аккредитации.

Филиал иностранного юридического лица прекращает предпринимательскую деятельность на территории Российской Федерации со дня лишения его аккредитации.

Статья 23. Разработка и реализация государственной политики в области иностранных инвестиций

В соответствии с Федеральным конституционным законом «О Правительстве Российской Федерации» Правительство Российской Федерации разрабатывает и реализует государственную политику в сфере международного инвестиционного сотрудничества.

Правительство Российской Федерации:

- определяет целесообразность введения запретов и ограничений осуществления иностранных инвестиций на территории Российской Федерации, разрабатывает законопроекты о перечнях указанных запретов и ограничений;

- определяет меры по контролю за деятельностью иностранных инвесторов в Российской Федерации;

- утверждает перечень приоритетных инвестиционных проектов, указанный в статье 2 настоящего Федерального закона;

разрабатывает и обеспечивает реализацию федеральных программ привлечения иностранных инвестиций;

привлекает инвестиционные кредиты международных финансовых организаций и иностранных государств на финансирование Бюджета развития Российской Федерации и инвестиционных проектов федерального значения;

осуществляет взаимодействие с субъектами Российской Федерации по вопросам международного инвестиционного сотрудничества;

осуществляет контроль за подготовкой и заключением инвестиционных соглашений с иностранными инвесторами о реализации ими крупномасштабных инвестиционных проектов;

осуществляет контроль за подготовкой и заключением международных договоров Российской Федерации о поощрении и взаимной защите инвестиций.

Статья 24. Федеральный орган исполнительной власти по координации привлечения прямых иностранных инвестиций

Правительство Российской Федерации определяет федеральный орган исполнительной власти, ответственный за координацию привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику Российской Федерации.

Статья 25. Признание утратившими силу ранее принятых законодательных актов Российской Федерации и их отдельных положений в связи с принятием настоящего Федерального закона

В связи с принятием настоящего Федерального закона признать утратившими силу:

Закон РСФСР «Об иностранных инвестициях в РСФСР» (Ведомости Съезда народных депутатов РСФСР и Верховного Совета РСФСР, 1991, № 29, ст. 1008);

Постановление Верховного Совета РСФСР «О введении в действие Закона РСФСР "Об иностранных инвестициях в РСФСР"» (Ведомости Съезда народных депутатов РСФСР и Верховного Совета РСФСР, 1991, № 29, ст. 1009);

статью 6 Федерального закона «О внесении изменений и дополнений в законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Законов Российской Федерации «О стандартизации», «Об обеспечении единства измерений», «О сертификации продук-

ции и услуг» (Собрание законодательства Российской Федерации, 1995, № 26, ст. 2397);

пункт 4 статьи 1 Федерального закона «О внесении изменений и дополнений в законы и иные правовые акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального конституционного закона «Об арбитражных судах в Российской Федерации» и Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации» (Собрание законодательства Российской Федерации, 1997, № 47, ст. 5341).

Статья 26. Приведение законодательства Российской Федерации в соответствие с настоящим Федеральным законом

1. Предложить Президенту Российской Федерации и Правительству Российской Федерации привести свои нормативные правовые акты в соответствие с настоящим Федеральным законом.

2. Правительству Российской Федерации внести в установленном порядке в Государственную Думу Федерального Собрания Российской Федерации предложения о внесении в законодательные акты Российской Федерации изменений и дополнений, вытекающих из настоящего Федерального закона.

Статья 27. Приведение положений о филиалах иностранных юридических лиц, созданных на территории Российской Федерации, в соответствие с настоящим Федеральным законом

Головные организации, филиалы которых созданы на территории Российской Федерации до вступления в силу настоящего Федерального закона, обязаны:

привести положения о филиалах иностранных юридических лиц в соответствие с настоящим Федеральным законом в течение шести месяцев со дня вступления его в силу;

провести аккредитацию филиалов иностранных юридических лиц в течение одного года со дня вступления в силу настоящего Федерального закона.

Статья 28. Вступление в силу настоящего Федерального закона

Настоящий Федеральный закон вступает в силу со дня его официального опубликования.