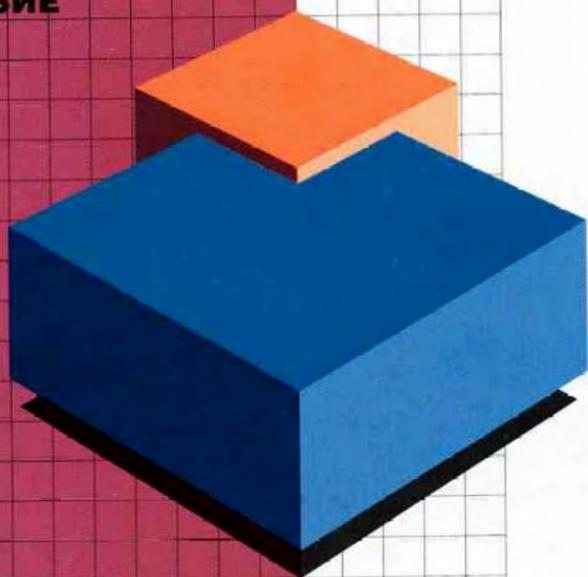


Н.И. Лахметкина

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ



КНОРУС

Н.И. ЛАХМЕТКИНА

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Рекомендовано

УМО по образованию в области финансов, учета
и мировой экономики в качестве **учебного пособия**
для студентов, обучающихся по специальности
«Финансы и кредит»



МОСКВА
2006

УДК 330.322.01(075.8)
ББК 65.9(2Рос)-56я73
Л12

Рецензенты:

Башкатова Т.А., зав. кафедрой «Финансы и кредит» Московского финансово-экономического института, канд. экон. наук, профессор,
Петров В.И., доцент Финансовой академии при Правительстве РФ, канд. экон. наук

Автор:

Лахметкина Н.И., профессор кафедры «Финансы предприятий и финансовый менеджмент» Финансовой академии при Правительстве РФ, канд. экон. наук, доцент

Лахметкина Н.И.

Л12 Инвестиционная стратегия предприятия : учебное пособие / Н.И. Лахметкина. — М. : КНОРУС, 2006. — 184 с.

ISBN 5-85971-295-2

Рассмотрены основы инвестиционной деятельности, роль инвестиций в развитии экономики. Дано понятие и определены основные элементы инвестиционного рынка. Подробно изучены вопросы оценки и прогнозирования конъюнктуры инвестиционного рынка на макро- и микроуровне, а также на уровне отраслей национальной экономики и регионов. Показано, как разрабатывать и реализовывать инвестиционную стратегию предприятия. Много внимания уделено бизнес-планированию, а также проблемам инвестиционного портфеля предприятия, формирования и управления портфелем реальных инвестиционных проектов и ценных бумаг.

Для студентов, аспирантов и преподавателей финансово-экономических вузов и факультетов, слушателей системы повышения квалификации, а также экономистов, бухгалтеров, менеджеров предприятий и организаций.

УДК 330.322.01(075.8)

ББК 65.9(2Рос)-56я73

ISBN 5-85971-295-2

© Лахметкина Н.И., 2006
© КНОРУС, 2006

О Г Л А В Л Е Н И Е

Введение	5
----------------	---

Глава 1

ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	7
1.1. Экономическая сущность, формы и виды инвестиций	7
1.2. Роль инвестиций в экономике	15
1.3. Инвестиционная деятельность	17
Контрольные вопросы и задания	20

Глава 2

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ РЫНОК	21
2.1. Содержание и основные этапы инвестиционного процесса	21
2.2. Инвестиционный рынок: основные элементы	22
2.3. Конъюнктура инвестиционного рынка	24
2.4. Оценка и прогнозирование инвестиционного рынка	27
Контрольные вопросы и задания	39

Глава 3

ФОРМИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ	41
3.1. Понятие инвестиционной стратегии и ее роль в развитии предприятия	41
3.2. Принципы и основные этапы разработки инвестиционной стратегии	43
3.3. Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности	48
3.4. Обоснование стратегических направлений и форм инвестиционной деятельности	54
3.5. Определение стратегических направлений формирования инвестиционных ресурсов	58
Контрольные вопросы и задания	68

Глава 4

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ	70
4.1. Понятие и формы инвестиционного планирования	70
4.2. Инвестиционное бизнес-планирование	75
Контрольные вопросы и задания	94

Глава 5

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ ПРЕДПРИЯТИЯ	95
5.1. Понятие инвестиционного портфеля, цели и принципы его формирования	95
5.2. Портфель реальных инвестиционных проектов и портфель ценных бумаг	98
Контрольные вопросы и задания	102

Глава 6

ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ	103
6.1. Характеристика основных этапов формирования портфеля	103
6.2. Стадии финансового анализа и формирование портфеля	105
Контрольные вопросы и задания	124

Глава 7

ОПЕРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ	127
Контрольные вопросы и задания	135

Глава 8

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ	136
8.1. Этапы формирования и управления портфелем ценных бумаг	136
8.2. Выработка инвестиционной политики	137
8.3. Финансовый анализ	143
8.4. Формирование портфеля ценных бумаг	147
8.5. Пересмотр портфеля	152
8.6. Оценка эффективности управления портфелем	154
Контрольные вопросы и задания	158

Глоссарий	160
------------------------	-----

Рекомендуемая литература	181
---------------------------------------	-----

В В Е Д Е Н И Е

Производственно-хозяйственная деятельность любого предприятия в той или иной степени обязательно связана с инвестиционной деятельностью. Необходимым условием структурной перестройки и экономического роста являются наращивание объема и повышение эффективности инвестиций в создание новых и развитие, совершенствование действующих основных фондов и производств, в материальные и нематериальные активы. Комплекс вопросов, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности предприятий, требует базовых знаний теории и практики принятия управленческих решений в области разработки эффективных направлений и форм инвестиционной деятельности, определения ее целей, обоснования основных направлений формирования инвестиционных ресурсов, а также формирования эффективного и сбалансированного инвестиционного портфеля.

В последние годы издано достаточное количество зарубежной и отечественной литературы по экономике, организации и управлению инвестициями и инвестиционной деятельностью. Зарубежная литература в основном освещает вопросы инвестиций с позиций фондового рынка и управления ценными бумагами, а отечественная рассматривает реальные инвестиции и базируется на раскрытии методологии и методов оценки экономической эффективности инвестиционных проектов.

Вместе с тем специалисты в области финансового и инвестиционного менеджмента должны владеть комплексными фундаментальными знаниями в области управления инвестициями на предприятии в современных рыночных условиях. В основе этих знаний лежат осмысление положений, выработанных мировой финансовой теорией, выявление возможностей их применения в конкретных экономических условиях, обобщение отечественной инвестиционной практики. Немаловажную роль играет изучение современных методов оценки и прогнозирования инвестиционного рынка и отдельных его сегментов, освоение новых подходов к оценке инвестиционной привлекательности

отраслей экономики и регионов, формирование современного представления об инвестиционной стратегии предприятия, понимание стратегии и тактики управления инвестиционной деятельностью в рыночной экономике. Поскольку успех в бизнесе решающим образом зависит от правильности и обоснованности выбранной стратегии хозяйственной и инвестиционной деятельности, центральное место в познании механизма принятия управленческих решений в этой области принадлежит изучению современных подходов к комплексному анализу экономической оценки эффективности реальных и финансовых инвестиций, методологических приемов формирования и управления инвестиционным портфелем предприятия.

Необходимость комплексного подхода к изложению вопросов теории и практики разработки и реализации инвестиционной стратегии предприятия определило структуру учебного пособия. В нем достаточно полно раскрывается содержание узловых проблем формирования и реализации инвестиционной стратегии предприятия: сущность инвестиций и инвестиционной деятельности; содержание инвестиционного процесса, реализуемого посредством механизма инвестиционного рынка; оценка и прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка; анализ инвестиционной привлекательности предприятий; инвестиционное бизнес-планирование. Большое внимание уделено инвестиционному портфелю предприятия, показаны особенности портфелей реальных инвестиционных проектов и ценных бумаг, рассмотрены методы формирования, оценки и управления портфелями.

В основу учебного пособия положено содержание курса «Инвестиционная стратегия», изучаемого в Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации при подготовке специалистов и магистров по специализации «Финансовый менеджмент». Материалы данной учебной дисциплины апробированы автором в процессе многолетнего чтения соответствующего курса студентам и магистрантам, а также проведения практических занятий и семинаров.

ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

1.1. Экономическая сущность, формы и виды инвестиций

Необходимым звеном воспроизводственного процесса является замена изношенных основных средств посредством аккумулирования амортизационных отчислений и использования их на приобретение нового оборудования и модернизацию действующих основных фондов. Вместе с тем существенное расширение производства может быть обеспечено только за счет новых вложений средств, направляемых как на создание современных производственных мощностей, так и на совершенствование, качественное обновление техники и технологии. Именно вложения, используемые для развития и расширения производства с целью извлечения дохода в будущем, и составляют экономический смысл понятия инвестиций.

Термин инвестиции происходит от латинского слова *investire*, т.е. облачать. В рамках централизованной плановой системы экономики он отождествлялся с капитальными вложениями, т.е. затратами на воспроизводство основных фондов, их увеличением и совершенствованием. Инвестиции трактовались как долгосрочное вложение капитала в различные отрасли экономики. С началом рыночных преобразований точка зрения на содержание категории «инвестиции» изменилась, что нашло свое отражение в законодательстве. В Федеральном законе от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (далее — Закон об инвестициях) инвестиции определяются как денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Наиболее важными и существенными признаками инвестиций признаются: осуществление вложений лицами, называемыми инвесторами, которые имеют собственные цели, не всегда совпадающие

с общеэкономической выгодой; потенциальная способность инвестиций приносить доход; наличие срока вложения средств (всегда индивидуального); целенаправленный характер вложения капитала в объекты и инструменты инвестирования; использование разных инвестиционных ресурсов, характеризующихся спросом, предложением и ценой, в процессе осуществления инвестиций; наличие риска вложения капитала.

Таким образом, под **инвестициями** понимается вложение капитала во всех его формах в различные объекты (инструменты) с целью получения дохода и достижения иного полезного эффекта.

Средства, предназначенные для инвестирования, в основном выступают в форме денежных средств. Инвестиции могут также осуществляться в натурально-вещественной форме (машины, оборудование, технологии, паи, акции, лицензии, любое другое имущество и имущественные права, интеллектуальные ценности) и в смешанной форме.

Экономическая природа категории «инвестиции» состоит в опосредовании отношений, возникающих между участниками инвестиционного процесса по поводу формирования и использования инвестиционных ресурсов в целях расширения и совершенствования производства.

Инвестиции как экономическая категория выполняют ряд важных функций, без которых невозможно развитие экономики. Они предопределяют рост экономики, повышают ее производственный потенциал. На макроуровне инвестиции являются основой для осуществления политики расширенного воспроизводства, ускорения научно-технического прогресса, улучшения качества и обеспечения конкурентоспособности отечественной продукции, структурной перестройки экономики и сбалансированного развития всех ее отраслей, создания необходимой сырьевой базы промышленности, развития социальной сферы, решения проблем обороноспособности страны и ее безопасности, проблем безработицы и охраны окружающей среды и т.д.

Важную роль играют инвестиции и на микроуровне. Они необходимы для обеспечения нормального функционирования предприятия, стабильного финансового состояния и максимизации прибыли хозяйствующего субъекта. Без инвестиций невозможны обеспечение конкурентоспособности выпускаемых товаров и оказываемых услуг, преодоление последствий морального и физического износа основных

фондов, приобретение ценных бумаг и вложение средств в активы других предприятий, проведение природоохранных мероприятий и т.д.

Для ведения инвестиционной деятельности как на макро-, так и на микроуровне, необходимо иметь детальное представление о существующих видах и типах инвестиций. Все инвестиции можно классифицировать по различным признакам (табл. 1).

Таблица 1

Классификация форм инвестиций

Признак	Инвестиции
Объект вложений	Реальные
	Финансовые
Участие инвестора в инвестиционном процессе	Прямые
	Косвенные (непрямые)
Период инвестирования	Долгосрочные
	Среднесрочные
	Краткосрочные
Региональный	Внутренние
	Внешние
Форма собственности на инвестиционные ресурсы	Частные
	Государственные
	Иностранные
	Совместные

В зависимости от объектов вложения капитала выделяют реальные и финансовые инвестиции. Под *реальными* инвестициями понимают вложение капитала в создание реальных активов, связанных с ведением операционной деятельности и решением социально-экономических проблем хозяйствующего субъекта. Предприятие-инвестор, осуществляя реальные инвестиции, увеличивает свой производственный потенциал — основные производственные фонды и необходимые для их функционирования оборотные средства.

К реальным инвестициям относятся вложения:

- в основной капитал;

- материально-производственные запасы;
- нематериальные активы.

В свою очередь вложения в основной капитал включают в себя инвестиции в недвижимость и капитальные вложения, которые осуществляются в форме вложения финансовых и материально-технических ресурсов в создание и воспроизводство основных фондов путем нового строительства, расширения, реконструкции, технического перевооружения, а также поддержания мощностей действующего производства. Под недвижимостью подразумевается земля, а также все, что находится над и под поверхностью земли, включая объекты, присоединенные к ней, независимо от того, имеют ли они природное происхождение или созданы руками человека.

Под влиянием научно-технического прогресса в формировании материально-технической базы производства повышается роль научных исследований, квалификации, знаний и опыта работников. Поэтому в современных условиях затраты на науку, образование, подготовку и переподготовку кадров и т.п. по сути являются производительными и в ряде случаев включаются в понятие реальных инвестиций.

К вложениям в нематериальные активы относятся: права пользования земельными участками, природными ресурсами, патенты, лицензии, ноу-хау, программные продукты, монопольные права, привилегии (включая лицензии на определенные виды деятельности), организационные расходы, торговые марки, товарные знаки, научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки, проектно-изыскательские работы и т.п.

В классической модели рыночного хозяйства подавляющую долю реальных инвестиций составляют частные инвестиции.

Государство также принимает участие в инвестиционном процессе: прямое — путем вложения капитала в государственный сектор; и косвенное — предоставляя кредиты, субсидии, осуществляя политику экономического регулирования. Основная часть государственных инвестиций направляется в отрасли инфраструктуры, развитие которых необходимо для нормального хода общественного воспроизводства (наука, образование, здравоохранение, охрана окружающей среды, энергетика, система транспорта и связи и т.п.).

В статистическом учете и экономическом анализе реальные инвестиции называют еще капиталобразующими.

Под *финансовыми* инвестициями понимается вложение капитала в различные финансовые инструменты, прежде всего в ценные бумаги,

а также активы других предприятий. При их осуществлении инвестор увеличивает свой финансовый капитал, получая дивиденды и другие доходы.

Финансовые инвестиции либо имеют спекулятивный характер, либо ориентированы на долгосрочные вложения. Спекулятивные финансовые инвестиции имеют целью получение инвестором дохода в конкретном периоде времени. Финансовые инвестиции, ориентированные на долгосрочные вложения, в основном преследуют стратегические цели инвестора и связаны с участием в управлении предприятием, в которое вкладывается капитал.

К финансовым инвестициям относятся вложения:

- в акции, облигации, другие ценные бумаги, выпущенные как частными предприятиями, так и государством, местными органами власти;

- иностранные валюты;
- банковские депозиты;
- объекты тезаврации.

Финансовые инвестиции лишь частично направляются на увеличение реального капитала, большая их часть является непроизводительным вложением капитала.

В классической модели рыночного хозяйства преобладающими в структуре финансовых инвестиций являются частные инвестиции. Государственные инвестиции являются важным инструментом дефицитного финансирования (использование государственных займов для покрытия бюджетного дефицита).

Инвестирование в ценные бумаги открывает перед инвесторами наибольшие возможности и отличается максимальным разнообразием. Это касается как видов сделок, возможных при операциях с ценными бумагами, так и видов самих ценных бумаг. Во всем мире этот вид инвестиций считается наиболее доступным. Инвестирование в ценные бумаги может быть индивидуальным — приобретение государственных или корпоративных ценных бумаг при первичном размещении или на вторичном рынке, на бирже или на внебиржевом рынке; и коллективным — приобретение паев или акций инвестиционных компаний или фондов.

Инвестиции в иностранные валюты — один из наиболее простых видов инвестирования. Он особенно популярен в условиях стабильной экономики и невысоких темпов инфляции. Основные способы вложения средств в иностранную валюту — это:

- приобретение наличной валюты на валютной бирже (сделки спот);
- заключение фьючерсного контракта на одной из валютных бирж;
- открытие банковского счета в иностранной валюте;
- покупка наличной иностранной валюты в банках и обменных пунктах.

Безусловным достоинством инвестиций в банковские депозиты является простота и доступность этой формы инвестирования, особенно для индивидуальных инвесторов. Долгое время в России это была практически единственная возможная форма инвестирования, которая и до сих пор для многих инвесторов остается основным способом хранения и накопления капиталов.

Тезаврационные инвестиции представляют собой инвестиции, осуществляемые с целью накопления сокровищ, и включают в себя:

- вложения в золото, серебро, другие драгоценные металлы, драгоценные камни и изделия из них;
- вложения в предметы коллекционного спроса.

Общей специфической чертой тезаврационных инвестиций является отсутствие текущего дохода по ним. Прибыль от таких инвестиций может быть получена инвестором только за счет роста стоимости самих объектов инвестирования, т.е. за счет разницы между ценой покупки и продажи.

Классическим видом тезаврационных инвестиций являются вложения в золото — международно признанное средство обмена. Золото портативно, обладает собственной стоимостью, которая возрастает во время кризисов. В периоды политической и экономической нестабильности, когда практически все сферы инвестиций стагнируют или переживают резкий упадок, золото пользуется спросом у инвесторов.

Для вложения средств в золото существуют различные возможности:

- приобретение золотых слитков; золотых монет, как старинной, так и современной чеканки; готовых изделий из золота;
- осуществление фьючерсных сделок с золотом;
- приобретение акций золотодобывающих компаний; акций инвестиционных компаний и фондов, связанных с золотом, т.е. вкладывающих свои капиталы в акции золотодобывающих компаний.

Операции с золотом являются достаточно капиталоемкими и рискованными, поэтому их рекомендуется проводить только крупным

инвесторам и только после изучения текущей ситуации и прогнозов рынка.

Другим объектом, обладающим высокой стоимостью и поэтому пригодным для тезаврационных инвестиций, являются драгоценности и драгоценные камни. При инвестировании в драгоценные металлы, камни и драгоценности следует учитывать высокий уровень издержек, связанных с их возможной перепродажей, поэтому тезаврационные вложения следует делать только на длительный срок.

Количество сфер инвестирования в коллекционные предметы огромно. Одной из них являются инвестиции в коллекционные монеты. Монеты бывают двух типов. Ценность одних из них определяется в первую очередь стоимостью золота и серебра, из которых они изготовлены. Другие монеты представляют самостоятельную ценность, связанную с их редкостью, и имеют коллекционную стоимость, значительно превышающую стоимость металла, из которого они вычеканены. Эти коллекционные монеты могут приобретаться в антикварных магазинах, на аукционах, у коллекционеров. Существуют специальные каталоги, описывающие различные виды монет, их редкость и примерную стоимость. Такие монеты и являются предметом тезаврационных инвестиций.

Тезаврационные инвестиции в предметы коллекционного спроса имеют специфический характер. Следует учитывать их сложность, относительно узкий рынок по каждому из видов коллекций, необходимость специальных знаний и навыков для правильного инвестирования.

Финансовые инвестиции можно назвать связующим звеном на пути превращения капиталов в реальные инвестиции. Поскольку основной организационно-правовой формой предприятий становятся акционерные общества, развитие и расширение производства которых ведется с использованием заемных и привлеченных средств (выпуска долговых и долевых ценных бумаг), финансовые инвестиции формируют один из каналов, по которому капиталы поступают в реальное производство. При учреждении акционерного общества, в случае увеличения его уставного капитала сначала происходит выпуск новых акций, после чего следуют реальные инвестиции. Таким образом, финансовые инвестиции играют важную роль в инвестиционном процессе. Реальные инвестиции оказываются невозможными без финансовых инвестиций, а финансовые инвестиции по-

лучают свое логическое завершение в осуществлении реальных инвестиций.

По характеру участия инвестора в инвестиционном процессе инвестиции подразделяются на прямые и косвенные (непрямые). *Прямые* инвестиции предполагают непосредственное участие инвестора в выборе объектов и инструментов инвестирования и вложении капитала. *Косвенные* (непрямые) инвестиции предполагают инвестирование посредством других лиц — через инвестиционных или финансовых посредников.

По периоду инвестирования различают долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные инвестиции. *Долгосрочные* инвестиции представляют собой вложения капитала на период от трех и более лет, *среднесрочные* — вложения капитала от одного до трех лет, *краткосрочные* — вложения на период до одного года.

По региональному признаку выделяют внутренние (отечественные) и внешние (зарубежные) инвестиции. *Внутренние* инвестиции осуществляются в объекты инвестирования, находящиеся внутри страны; *внешние* — в объекты инвестирования, находящиеся за пределами страны. Сюда же относится приобретение различных финансовых инструментов: акций зарубежных компаний или облигаций других государств.

По формам собственности используемого инвестором капитала инвестиции подразделяют на частные, государственные, иностранные и совместные. *Частные* инвестиции представляют собой вложения капитала физическими и юридическими лицами негосударственной формы собственности. К *государственным* инвестициям относят вложения капитала центральными и местными органами власти и управления за счет бюджетов, внебюджетных фондов и заемных средств, а также вложения, осуществляемые государственными предприятиями за счет собственных и заемных средств. К *иностранным* инвестициям относят вложения капитала нерезидентами (как юридическими, так и физическими лицами) в объекты и финансовые инструменты другого государства. *Совместные* инвестиции осуществляются совместно субъектами страны и иностранных государств.

В свою очередь иностранные инвестиции подразделяются на прямые и портфельные. К прямым относят вложения капитала, обеспечивающие контроль инвестора над зарубежными предприятиями (компаниями). Такие вложения дают право участия в управлении

предприятием. В международной статистике применяются разные определения прямых инвестиций. По определению Международного валютного фонда, инвестиции считаются прямыми при наличии у иностранного инвестора не менее 25% акций предприятия, по статистике США — не менее 10% акционерного капитала. Портфельные инвестиции представляют собой вложения капитала в акции зарубежных предприятий (без приобретения контрольного пакета), облигации, другие ценные бумаги иностранных государств, международных валютно-кредитных организаций, еврооблигации с целью получения повышенного дохода на капитал за счет налоговых льгот, изменения валютного курса и т.п. Портфельные инвестиции не дают права участия в управлении предприятием.

1.2. Роль инвестиций в экономике

Изменения в физических объемах и количественных соотношениях инвестиций оказывают воздействие на объем общественного производства и занятости, структурные сдвиги в экономике, развитие отраслей и сфер хозяйства.

Обеспечивая накопление фондов предприятий, производственного потенциала, инвестиции непосредственно влияют на текущие и перспективные результаты хозяйственной деятельности. Для экономики имеет большое значение эффективность использования инвестиций. Увеличение масштабов инвестирования без достижения определенного уровня его эффективности не способствует стабильному экономическому росту. Вложение средств в морально устаревшие технологии и средства производства также не может иметь положительного экономического эффекта. Нерациональное использование инвестиций влечет за собой замораживание ресурсов и вследствие этого сокращение объемов производимой продукции.

Инвестиции находятся в определенной зависимости от фактора экономического роста. При этом индикатором состояния экономики является динамика показателей валовых и чистых инвестиций.

Валовые инвестиции представляют собой совокупный объем инвестируемых средств, направляемых в основной капитал и в материально-производственные запасы в течение определенного периода времени, и включают в себя инвестиции расширения и инвестиции обновления.

Источником инвестиций расширения является вновь созданная стоимость, фонд чистого накопления национального дохода. Предприниматели мобилизуют ее за счет собственной прибыли и на рынке ссудных капиталов. Источником инвестиций обновления являются средства из фонда возмещения потребленного основного капитала, т.е. амортизационные отчисления.

Чистые инвестиции отражают сумму валовых инвестиций, уменьшенную на величину амортизационных отчислений в определенном периоде. Размер чистых инвестиций (при определенном уровне эффективности их использования) показывает, в какой фазе развития находится экономика страны.

Если объем валовых инвестиций превышает объем амортизационных отчислений (положительная величина чистых инвестиций), прирост производственного потенциала обеспечивает расширенное воспроизводство, экономика находится на стадии подъема, растущей деловой активности, а государство имеет «развивающуюся экономику».

При равенстве валовых инвестиций и амортизационных отчислений (нулевое значение чистых инвестиций) в экономику поступает такое же количество инвестиционных средств, какое и потребляется, имеет место простое воспроизводство общественного продукта (по стоимости), характеризующееся отсутствием экономического роста, «топтанием на месте» экономики.

Если величина валовых инвестиций меньше суммы амортизационных отчислений (отрицательная величина чистых инвестиций), происходит сокращение инвестиций, что вызывает уменьшение производственного потенциала и, как следствие, экономический спад, «проедание» государством своего капитала.

Стабильное и сбалансированное развитие экономики обеспечивается бесперебойностью инвестиционного процесса, в рамках которого изменение объема чистых инвестиций не только влияет на изменение доходов в экономике, но и вызывает эффект мультипликатора. Данный эффект заключается в том, что в условиях повторяющегося в экономике характера потоков инвестиционных расходов и получаемых благодаря им доходов расходы одного субъекта выступают как доходы другого, а всякое изменение дохода при определенном соотношении между потреблением и сбережением вызывает соответствующее изменение потребления и сбережения, так что первоначальные колебания величины инвестиций ведут к многократному, хотя и уменьшающемуся с каждым последующим циклом, изменению дохода.

Таким образом, рост инвестиций вызывает увеличение уровня объема производства и дохода, который на стадии использования распадается на потребляемую и сберегаемую части. При этом часть, направляемая на потребление (например, покупку товаров), служит источником дохода для производителей. Полученный доход, в свою очередь, также распадается на потребление и сбережение и т.д. В итоге первоначальный рост инвестиций приводит к многократному увеличению дохода.

Эффект мультипликатора действует и в обратном направлении. При незначительном сокращении инвестиционных расходов может произойти существенное снижение дохода. Поэтому для эффективного функционирования экономики следует обеспечивать определенное значение коэффициента мультипликации, создавать условия для бесперебойной инвестиционной деятельности.

1.3. Инвестиционная деятельность

Согласно положению Закона об инвестициях под **инвестиционной деятельностью** понимается вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Движение инвестиций проходит две основные стадии. На первой стадии *«инвестиционные ресурсы — вложение средств»* основное внимание уделяется экономической деятельности, связанной с вложением средств. Целесообразность этой стадии определяется отдачей от вложений инвестиционных ресурсов. Вторая стадия *«вложение средств — результат инвестирования»* предполагает окупаемость осуществленных затрат и получение дохода в результате использования инвестиций. Она характеризует взаимосвязь и взаимообусловленность двух необходимых элементов любого вида экономической деятельности: затрат и их отдачи. Отсюда экономическую сущность инвестиционной деятельности можно определить как единство процессов вложения ресурсов и получения доходов в будущем.

При вложении средств в реальный сектор экономики с целью организации производства движение инвестиций осуществляется в виде кругооборота производственных фондов: создается готовый продукт, поглощающий в себе прирост капитальной стоимости, при реализации которого образуется доход.

Инвестиционная деятельность является необходимым условием кругооборота средств предприятия. В свою очередь деятельность в сфере производства создает предпосылки для новых инвестиций. С этой точки зрения любой вид предпринимательской деятельности включает в себя самостоятельные, обособленные процессы инвестиционной и основной деятельности, являющиеся одновременно важнейшими взаимосвязанными составляющими единого экономического процесса.

Движение инвестиций, при котором они последовательно проходят все фазы от момента мобилизации инвестиционных ресурсов до возмещения вложенных средств и получения дохода (эффекта), выступает как кругооборот инвестиций и составляет *инвестиционный цикл*. Это движение носит постоянно повторяющийся характер, поскольку получаемый в результате вложения инвестиционных ресурсов в объекты предпринимательской деятельности доход, всякий раз распадается на потребление и накопление, являющееся основой следующего инвестиционного цикла.

Движение инвестиций предполагает взаимодействие субъектов инвестиционной деятельности — инвесторов и пользователей объектов инвестирования, а также экономические отношения по поводу реализации инвестиций. Инвесторами могут быть вкладчики, покупатели, заказчики, кредиторы и другие участники инвестиционной деятельности. Пользователи объектов инвестиционной деятельности — это юридические, физические лица, государственные и муниципальные органы власти, иностранные государства, международные объединения и организации, использующие объекты инвестиционной деятельности.

Субъекты инвестиционной деятельности могут выступать одновременно и как инвесторы, и как пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также совмещать функции других участников этой деятельности. Инвесторы самостоятельно выбирают объекты инвестирования, определяют направления, объемы и эффективность инвестиций, контролируют их целевое использование. Являясь собственниками инвестиционных ресурсов, они имеют право владеть, распоряжаться и пользоваться объектами и результатами инвестиционной деятельности, осуществлять реинвестирование.

Реализация инвестиций при прочих равных условиях становится возможной при совпадении экономических интересов всех участников инвестиционного процесса, обладающих юридической и экономи-

ческой самостоятельностью, проявляющих взаимную заинтересованность в инвестициях.

Совокупность связей и отношений по поводу реализации инвестиций в различных формах и на всех структурных уровнях экономики образует экономическое содержание понятия *инвестиционной сферы*. Именно в инвестиционной сфере формируются межотраслевая структура и важнейшие пропорции экономики: между накоплением и потреблением, накоплением и инвестированием, инвестированием и приростом капитальных стоимостей, вложениями и их отдачей.

Объекты инвестиционной деятельности выступают в форме инвестиционных товаров.

Инвестиционные товары как элемент капитального имущества, являются особым видом товаров, которые в отличие от потребительских используются в различных сферах экономической деятельности с целью получения дохода (эффекта) в перспективе. Эти товары, как и инвестиции, характеризуются качественной разнородностью. Они могут существовать в материальной форме (элементы физического капитала), в денежной (деньги, целевые денежные вклады, паи, ценные бумаги), а также и в материальной и в денежной форме (основной и оборотный капитал, научно-техническая продукция и т.д.). Обобщающей характеристикой инвестиционных товаров является их способность приносить доход.

Определенные виды инвестиций и инвестиционных товаров в силу их связанности в производительной форме не могут непосредственно обращаться на инвестиционном рынке. В странах с развитой рыночной экономикой они обычно замещаются на рынке долговыми обязательствами или свидетельствами о вложении капитала, дающими право на присвоение дохода. Обращаясь на инвестиционных рынках, финансовые инструменты, возникшие на основе реального капитала и являющиеся его представителями, приобретают самостоятельное значение, собственные формы и закономерности функционирования.

Совокупность объектов инвестирования во всех его формах (вновь создаваемые и реконструируемые основные фонды, оборотные средства, ценные бумаги, научно-техническая продукция, имущественные и интеллектуальные права и др.) составляет инвестиционное предложение, а сами объекты отражают спрос на инвестиционный капитал.

Инвестиционный капитал составляют элементы капитальных ценностей, которые могут принимать как материальную, так и денежную форму. Все формы инвестиций, несмотря на их разнообразие, являются результатом накопления капитала. Обмен инвестиций на рынке инвестиционного капитала производится исходя из ожидаемой отдачи от них в будущем, которая должна превосходить доход.

Двойственный характер инвестиций, выступающих, с одной стороны, как ресурсы (инвестиционный капитал), а с другой — как вложения (инвестиционные товары), отражает специфику инвестиций и инвестиционной деятельности в рыночных условиях.

Контрольные вопросы и задания

1. Дайте понятие инвестиций.
2. Назовите важнейшие признаки инвестиций.
3. Каковы основные признаки инвестиций на макро- и микроуровнях?
4. Дайте определение реальных и финансовых инвестиций.
5. Охарактеризуйте значение показателя чистых инвестиций как индикатора состояния экономики.
6. Какова экономическая сущность инвестиционной деятельности?
7. Определите понятие инвестиционного цикла.
8. Перечислите основные стадии инвестиционного цикла и раскройте их содержание.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЦЕСС И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ РЫНОК

2.1. Содержание и основные этапы инвестиционного процесса

Инвестиционный процесс выступает как совокупное движение инвестиций различных форм и уровней и предполагает наличие ряда условий, основными из которых являются:

- ресурсный потенциал, достаточный для функционирования инвестиционной сферы;
- существование экономических субъектов, способных обеспечить инвестиционный процесс в необходимых масштабах;
- механизм трансформации инвестиционных ресурсов в объекты инвестиционной деятельности.

Условия осуществления инвестиционного процесса в рыночной экономике приобретают специфические формы, отражающие особенности взаимодействия субъектов инвестирования в системе рыночных отношений:

- наличие значительного инвестиционного капитала с диверсифицированной по формам собственности структурой, в которой преобладает частный инвестиционный капитал;
- многообразие субъектов инвестиционной деятельности, разделение функций государства и частных инвесторов в инвестиционном процессе;
- наличие разветвленной сети финансовых посредников, способствующих реализации инвестиционного спроса и предложения;
- существование развитого многосегментного рынка объектов инвестиционной деятельности, выступающих в форме инвестиционных товаров;
- распределение инвестиционного капитала по объектам инвестирования в соответствии с экономическими критериями оценки привлекательности инвестиций через механизм инвестиционного рынка.

Последовательность этапов, действий и операций по осуществлению инвестиционной деятельности образует понятие **инвестиционного**

процесса. Его конкретное протекание зависит от объекта инвестирования, соответственно разграничение этапов определяется видами инвестирования.

В качестве основных этапов инвестиционного процесса можно выделить:

- 1) принятие решений об инвестировании;
- 2) осуществление и эксплуатация инвестиций.

На первом этапе ставятся цели и определяются направления инвестирования, выбираются конкретные объекты вложения средств. Формирование целей и разработка направлений инвестиционной деятельности связаны с разработкой инвестиционной стратегии предприятия. Конкретные объекты инвестирования выбираются в процессе планирования инвестиций. Содержание второго этапа может существенно различаться в зависимости от особенностей осуществления реальных и финансовых инвестиций.

В рыночном хозяйстве инвестиционный процесс реализуется через механизм инвестиционного рынка, посредством которого осуществляется кругооборот инвестиций, преобразование инвестиционных ресурсов во вложения и обеспечивается прирост капитальной стоимости.

2.2. Инвестиционный рынок: основные элементы

Многообразие форм инвестиций и инвестиционных товаров обуславливает сложную структуру инвестиционных рынков, которые могут быть классифицированы по различным критериям. Обобщающим признаком этой классификации является выделение основных объектов инвестирования. Исходя из этого, инвестиционный рынок следует рассматривать как совокупность отдельных рынков объектов реального и финансового инвестирования.

Рынок объектов реального инвестирования объединяет рынки:

- прямых капитальных вложений;
- приватизируемых объектов;
- объектов недвижимости.

Рынок прямых капитальных вложений является одним из наиболее значимых сегментов отечественного инвестиционного рынка.

Он органически связан с изменениями, являющимися результатом инвестиционной деятельности. Формой инвестирования на этом рынке выступают капитальные вложения на новое строительство, реконструкцию, расширение и техническое перевооружение действующих предприятий.

Рынок приватизируемых объектов получил широкое развитие в связи с процессами приватизации государственных предприятий. Однако предметом реального инвестирования на этом рынке являются те предприятия, которые целиком продаются на аукционах или полностью выкупаются трудовыми коллективами.

Рынок объектов недвижимости является самостоятельным элементом инвестиционного рынка в связи с его спецификой и существенными перспективами развития и расширения.

Рынок объектов финансового инвестирования включает в себя:

- фондовый рынок (рынок ценных бумаг);
- денежный рынок;
- рынок объектов тезаврации.

Основная функция фондового рынка состоит в мобилизации средств с помощью ценных бумаг для целей организации и расширения масштабов хозяйственной деятельности реального сектора экономики. Кроме того, фондовый рынок выполняет важнейшую информационную функцию, так как ситуация на нем дает инвесторам информацию об экономической конъюнктуре и ориентиры для размещения капиталов. Состояние фондового рынка имеет большое значение для стабильного развития экономики, его крах может вызвать застой в экономике.

Денежный рынок справедливо включен в состав инвестиционного рынка самостоятельным сегментом, поскольку часть его формируется с помощью таких объектов финансового инвестирования, как банковские депозитные вклады и иностранная валюта.

Рынок объектов тезаврации, служащий для совершения операций по инвестированию в драгоценные металлы, предметы коллекционирования и другие ценности, только начал складываться и пока не играет заметной и существенной роли в нашей стране.

Обособление реального и финансового капиталов лежит в основе выделения двух основных форм функционирования инвестиционного рынка:

- первичного — в форме оборота реального капитала;

- вторичного — в форме обращения опосредствующих перелив реального капитала финансовых активов.

С возрастанием роли научно-технического прогресса в общественном воспроизводстве возникает инновационный сегмент инвестиционного рынка, связанный с вложениями в определенные виды реальных нематериальных активов (научно-техническую продукцию, интеллектуальный потенциал).

2.3. Конъюнктура инвестиционного рынка

Состояние инвестиционного рынка характеризуют такие его элементы, как спрос, предложение, цена и конкуренция. Соотношение этих элементов рынка постоянно меняется под влиянием множества различных факторов как общеэкономического, так и внутрирыночного характера.

Степень активности инвестиционного рынка, соотношение отдельных его элементов определяются путем изучения рыночной конъюнктуры. **Конъюнктура инвестиционного рынка** — совокупность факторов, определяющих сложившееся соотношение спроса, предложения, уровня цен, конкуренции и объемов реализации на инвестиционном рынке или его сегменте.

Конъюнктура инвестиционного рынка циклична. Этот цикл включает четыре основные стадии: подъем, конъюнктурный бум, ослабление и спад конъюнктуры.

Подъем конъюнктуры связан с оживлением экономики в целом. Характерными для нее являются: рост объема спроса на объекты инвестирования, повышение уровня цен на них, развитие конкуренции среди инвестиционных посредников.

Конъюнктурный бум характеризуется резким возрастанием спроса на все объекты инвестирования. При этом спрос уже не может быть полностью удовлетворен предложением, имеющимся на рынке. Одновременно растут цены на объекты инвестирования, повышаются доходы инвесторов и инвестиционных посредников.

Ослабление конъюнктуры связано со снижением инвестиционной активности в результате общеэкономического спада. Происходит практически полное насыщение спроса на объекты инвестирования и наблюдается некоторый избыток их предложения. Сначала стабилизируются цены на большинство объектов инвестирования, затем

происходит их медленное снижение. Одновременно снижаются доходы инвесторов и инвестиционных посредников.

Признаком *конъюнктурного спада* инвестиционного рынка является критически низкий уровень инвестиционной активности, самый низкий уровень спроса и резкое сокращение объема предложения объектов инвестирования, хотя уровень предложения превышает спрос. При этом существенно снижаются цены на объекты инвестирования, доходы участников рынка падают до самого низкого уровня, возможны даже убытки в отдельных сферах инвестиционной деятельности.

Циклическое развитие и постоянная изменчивость инвестиционного рынка обуславливают необходимость постоянного изучения и выявления основных тенденций развития текущей конъюнктуры, а также прогнозирования будущей конъюнктуры. Каждый инвестор должен знать состояние рынка, правильно его оценивать, уметь прогнозировать изменение ситуации для того, чтобы выживать и развиваться в условиях рынка. Без знания степени развития и активности инвестиционного рынка невозможно принятие грамотных, экономически обоснованных инвестиционных решений. Именно эти знания ложатся в основу разработки эффективной инвестиционной стратегии бизнеса. Ошибки и просчеты инвестора в оценке инвестиционного рынка могут повлечь за собой снижение уровня доходов, увеличить риск полной потери не только доходов, но и инвестируемого капитала.

Изучение конъюнктуры инвестиционного рынка включает: мониторинг, анализ и прогнозирование конъюнктуры.

Мониторинг предусматривает текущее наблюдение за инвестиционной активностью: за изменением системы показателей, характеризующих спрос, предложение, цены и уровень конкуренции. Основное внимание уделяется тем сегментам рынка, в которых ведется или предполагается инвестиционная деятельность. Результаты мониторинга отражаются на графиках изменения конъюнктуры, представляются в виде таблиц, диаграмм и других форм наблюдений.

Анализ текущей конъюнктуры инвестиционного рынка имеет целью выявление тенденций ее развития на основе исследования особенностей отдельных сегментов инвестиционного рынка и тех изменений, которые происходят на рынке по сравнению с предшествующим периодом. Анализ предполагает в первую очередь проведение расчетов системы аналитических показателей, характеризующих текущую конъюнктуру на основе информации, собранной в процессе

мониторинга, а затем определение предпосылок к изменению текущего конъюнктурного цикла инвестиционного рынка.

Прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка необходимо для выбора основных направлений стратегии инвестиционной деятельности и формирования инвестиционного портфеля. Основная цель прогноза — выявление тенденции развития факторов, определяющих в перспективе конъюнктуру рынка. Для составления прогноза необходимо определить горизонт прогнозирования, выбрать методы и сделать прогнозные расчеты.

Горизонт прогнозирования может быть долгосрочным, среднесрочным и краткосрочным. Долгосрочный прогноз связан с выработкой инвестиционной стратегии и формированием инвестиционного портфеля, включающего крупномасштабные капиталоемкие объекты реального инвестирования. Может разрабатываться на срок свыше трех лет. Среднесрочный прогноз необходим для корректировки инвестиционной стратегии предприятия; формирования инвестиционного портфеля за счет отдельных не слишком реальных капиталоемких инвестиционных проектов, долгосрочных финансовых инструментов; реинвестирования капитала, вложенного в неэффективные проекты. Разрабатывается на срок от одного года до трех лет. Краткосрочный прогноз необходим для выработки тактики инвестирования и формирования инвестиционного портфеля за счет различных краткосрочных финансовых инструментов. Такой прогноз составляется на основе учета влияния на конъюнктуру инвестиционного рынка факторов, имеющих кратковременный, случайный характер. Период составления краткосрочного прогноза не превышает одного года.

В современных условиях прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка осуществляется двумя основными методами: фундаментальным и техническим. *Фундаментальный метод* основан на изучении общеэкономических и внутрирыночных факторов, влияющих на спрос, предложение, цены и уровень конкуренции, и на определении возможного изменения этих факторов в прогнозируемом периоде. *Технический метод* основан на распространении выявленной в процессе анализа конъюнктурной тенденции на прогнозируемый период. Фундаментальный метод в большей степени используется для долгосрочного и среднесрочного прогнозирования, технический — для построения краткосрочных прогнозов. Часто на практике эти методы дополняются методом экспертных оценок.

2.4. Оценка и прогнозирование инвестиционного рынка

Процесс изучения инвестиционного рынка осуществляется последовательно, как правило, методом «сверху вниз». Сначала оцениваются и прогнозируются макроэкономические показатели развития инвестиционного рынка, что позволяет определить инвестиционный климат в стране и эффективность условий инвестиционной деятельности.

Затем дается оценка и прогноз инвестиционной привлекательности отраслей, подотраслей экономики и отдельных регионов. Основная цель такого изучения состоит в реализации стратегии отраслевой и региональной диверсификации инвестиционной деятельности, особенно в сфере реального инвестирования. Для инвестора, принимающего инвестиционное решение, важно определить, в какой отрасли и в каком экономическом регионе с наибольшей эффективностью может быть реализован конкретный инвестиционный проект, выбор каких направлений инвестиций будет иметь наилучшие перспективы и обеспечит высокий доход на вложенный капитал.

Далее с учетом макроэкономических, отраслевых и региональных прогнозов оценивается инвестиционная привлекательность предприятий. Такая оценка проводится инвестором при определении целесообразности осуществления капитальных вложений в новое строительство, расширение, реконструкцию или техническое перевооружение действующих предприятий; при выборе для приобретения альтернативных объектов приватизации; поиске приемлемых инвестиционных проектов в сфере недвижимости; покупке акций отдельных предприятий и т.п.

Макроэкономические показатели развития инвестиционного рынка

Изучение макроэкономических показателей развития инвестиционного рынка начинается с формирования круга первичных показателей, отражающих состояние инвестиционного климата и текущей конъюнктуры. Эти показатели встраиваются в систему мониторинга инвестиционного рынка и охватывают основные параметры, определяющие макроэкономическое развитие в целом, основные показатели развития рынка капитальных вложений, показатели развития рынка недвижимости и приватизируемых объектов, а также фондового и денежного рынков. Основной информационной базой для системы мониторинга являются статистические данные. Периодичность построения

системы зависит от сроков представления и публикации статистической отчетности: один раз в квартал, а по важнейшим показателям — ежемесячно.

На основе накопленной первичной информации производится анализ текущей конъюнктуры инвестиционного рынка. Наряду с системой аналитических показателей инвестор определяет показатели динамики, индексы, коэффициенты соотношения и эластичности. При анализе конъюнктуры рынка важным является выявление общей тенденции динамики и ее связи с фазами экономического развития страны. Наиболее существенные изменения конъюнктуры происходят как раз при смене с определенной периодичностью фаз циклического развития экономики.

Экономический цикл развития включает в себя следующие фазы: кризис, депрессия, оживление, подъем. Характер этих фаз определяет длительные колебания конъюнктуры инвестиционного рынка. *Кризис* в первую очередь затрагивает инвестиционную сферу и в наибольшей степени проявляется в ней, так как сжатие объемов производства приводит к резкому сокращению объемов инвестиций. Эта фаза вызывает ослабление конъюнктуры инвестиционного рынка.

Депрессия является нижней точкой кризиса, означает застой в экономике, снижение производства многих видов продукции, остановку отдельных производств и приводит к банкротству предприятий. Для данной фазы характерен резкий конъюнктурный спад на инвестиционном рынке.

Оживление начинается с увеличения спроса на инвестиционные товары, постепенного обновления основного капитала и роста реальных капитальных вложений. В результате восстанавливается докризисный объем инвестиционной деятельности и начинается подъем конъюнктуры инвестиционного рынка.

Подъем экономики, как наиболее благоприятная фаза экономического цикла развития, характеризуется масштабным обновлением основного капитала, резким увеличением активной части основных производственных фондов, что вызывает значительное увеличение объема инвестиционной деятельности. С началом подъема в экономике наступает конъюнктурный бум на инвестиционном рынке.

Фазы, характеризующие состояние экономики и соответственно уровень инвестиционной привлекательности, имеют различную продолжительность. В странах с развитой рыночной экономикой продолжительность экономических циклов постоянно снижается и в настоящее

время достигла 4—5 лет. В России в связи с крайне низкими темпами научно-технического прогресса, неэффективной структурой производства, обвалом инвестиционной сферы, ограниченностью инвестиционных ресурсов фазы циклического развития экономики значительно дольше.

Процесс изучения макроэкономических показателей завершает разработка прогноза на основе исследования предстоящих изменений факторов, влияющих на развитие инвестиционного рынка. Среди таких факторов рассматриваются:

- намечаемая динамика валового внутреннего продукта (ВВП), национального дохода и объема производства продукции;
- изменение:
 - доли национального дохода, расходуемого на накопление,
 - налогового регулирования инвестиционной и других видов предпринимательской деятельности,
 - ставки рефинансирования Банка России,
 - условий получения кредитов,
 - денежного рынка;
- развитие приватизационных процессов и фондового рынка.

Инвестиционная привлекательность отраслей, подотраслей экономики и отдельных регионов

Оценка и прогнозирование инвестиционной привлекательности отраслей экономики и регионов проводятся теми же методами и в той же последовательности, что и на макроэкономическом уровне (мониторинг на основе выбора системы информативных показателей; построение системы аналитических показателей, их анализ и оценка; прогнозирование инвестиционной привлекательности).

На данном этапе важно учитывать: роль отдельных отраслей в экономике страны; перспективность и эффективность их развития; степень государственной поддержки этого развития; уровень инвестиционных рисков, характерных для различных отраслей и другие синтетические (обобщающие) показатели. Каждый синтетический показатель оценивается по совокупности входящих в него аналитических показателей.

При оценке уровня эффективности деятельности отрасли может использоваться такой аналитический показатель, как уровень прибыльности используемых активов. Он рассчитывается как отношение

прибыли от реализации продукции (или балансовой прибыли) к общей сумме используемых активов. При расчете должен учитываться фактор инфляции, политика налогообложения продукции и прибыли, уровень затрат, отпускные цены на продукцию и другие факторы.

Перспективность развития отрасли как один из важнейших критериев оценки инвестиционной привлекательности изучается на основе:

- показателей доходности и риска;
- направлений, темпов и форм приватизации;
- оценки уровня экспортного потенциала продукции и уровня ее ценовой защищенности от импорта;
- инфляционной защищенности производимой продукции и т.д.

Оценка уровня перспективности развития отрасли строится на следующих аналитических показателях:

- значимость отрасли в экономике (количественную оценку этого показателя дает фактический и прогнозируемый удельный вес продукции отрасли в ВВП с учетом проводимой структурной перестройки экономики);

- устойчивость отрасли к экономическому спаду производства в экономике в целом (показатели соотношения динамики объема производства отрасли и динамики ВВП страны);

- социальная значимость отрасли (показатель численности занятых работников);

- обеспеченность перспектив роста собственными финансовыми ресурсами (объем и удельный вес капитальных вложений за счет собственных средств отрасли; удельный вес собственного капитала в используемых активах).

Степень государственной поддержки развития отрасли характеризуется такими аналитическими показателями, как: объем государственных капитальных вложений; объем государственного кредитования; налоговые льготы и т.п.

Аналитическими показателями оценки уровня инвестиционных рисков отрасли являются:

- уровень конкуренции в отрасли — показатель числа предприятий, работающих в отрасли, в том числе занимающих монопольное положение на рынке;

- уровень инфляционной устойчивости продукции отрасли — показатель соотношения динамики уровня цен на основную продукцию отрасли и динамики индекса оптовых цен по стране;

- уровень социальной напряженности в отрасли — показатель среднего уровня заработной платы работников отрасли в сопоставлении с реальным уровнем прожиточного минимума в стране и др.

В процессе оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности отраслей важно учитывать их жизненный цикл, состоящий из следующих фаз: рождение, рост, расширение, зрелость и спад.

Рождение характеризует разработку и внедрение на рынок принципиально новых видов товаров и услуг, потребности в которых вызывает строительство новых предприятий, которые в дальнейшем выделяются в самостоятельную подотрасль, а затем и отрасль. Для данной фазы характерны значительные объемы инвестиций, минимальная прибыль и отсутствие дивидендных выплат по акциям.

Рост связан с признанием потребителями новых видов товаров, быстрым увеличением спроса на них. На этой фазе инвестирование осуществляется высокими темпами, растут прибыли предприятий, осуществляются выпуски акций, а дивиденды зачастую выплачиваются в виде дополнительных акций, а не наличными деньгами.

Расширение является периодом между высокими темпами роста числа новых предприятий в отрасли и стабилизацией этого роста. На этой стадии продолжается инвестирование в новое строительство, но основной объем инвестиций направляется на расширение имеющихся производственных объектов. Происходит стабилизация роста числа новых предприятий. Продолжается эмиссия новых акций. Как правило, начинается выплата дивидендов наличными деньгами, но основное направление в дивидендной политике в этот период предполагает выплату дивидендов в виде дополнительных акций и дробление уже имеющихся.

Зрелость определяет период наибольшего объема спроса на товары данной отрасли, совершенствования качественных характеристик выпускаемой продукции. Основной объем инвестиций этой стадии направляется на модернизацию оборудования и техническое перевооружение производства. Это одна из самых продолжительных стадий жизненного цикла отрасли. Для товаров постоянного спроса, не подверженных влиянию научно-технического прогресса, фаза зрелости является последней в жизненном цикле (например, отрасли сельскохозяйственного производства, сырьевой промышленности). Предприятия отраслей, находящихся в фазе зрелости, получают максимальные размеры прибыли, выплачивают высокие дивиденды наличными деньгами.

Спад завершает жизненный цикл отрасли и характеризует период резкого уменьшения объема спроса на продукцию в связи с развитием новых отраслей, товары которых заменяют традиционную потребность. Обычно эта фаза характерна для отраслей, продукция которых в значительной степени подвержена влиянию научно-технического прогресса.

Смена фаз жизненного цикла отраслей связана главным образом с политикой структурной перестройки экономики, направленной на внедрение новейших достижений науки и техники, обеспечение конкурентоспособности собственного производства на мировом рынке, повышение сбалансированности экономики, ускоренное развитие отраслей, увеличивающих экспортный потенциал, повышение социальной ориентации производства, уменьшение энергоемкости производства, развитие межотраслевой кооперации и т.п.

При оценке и прогнозировании инвестиционной привлекательности регионов должны учитываться особенности государственной региональной политики, обеспечивающие эффективное развитие отдельных регионов на базе рационального использования разнообразных экономических возможностей каждого региона, оптимальной их интеграции, разделения труда и взаимной кооперации.

Каждый из регионов имеет ряд своих специфических особенностей, влияющих на инвестиционную привлекательность. К важнейшим характеристикам, определяющим решение инвестора о вложении капитала, относятся:

- наличие квалифицированных кадров;
- наличие развитой транспортной, информационной и эффективной управленческой инфраструктур в регионе;
- уровень рентабельности капитала, сложившийся в регионе по различным направлениям инвестиционной деятельности;
- уровень рисков, связанных с инвестиционной деятельностью.

Существующие риски разделяются на две группы. Первая группа рисков связана с производственно-маркетинговой цепочкой; вторая — с уровнем криминогенной ситуации, эффективностью сопровождения инвестиционного проекта, управленческой инфраструктурой региона.

Синтетическими (обобщенными) показателями оценки инвестиционной привлекательности регионов могут являться:

- уровень общеэкономического развития региона;
- степень развития инвестиционной инфраструктуры региона;

- демографическая характеристика;
- уровень развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры;
- уровень экологических, криминогенных и прочих видов рисков.

При оценке уровня *общеэкономического развития* региона изучается потенциальная потребность в объемах инвестирования, возможность формирования инвестиционных ресурсов за счет собственных источников, емкость регионального рынка, рентабельность капитала, установившаяся в регионе по различным направлениям инвестиционной деятельности. В состав аналитических показателей, используемых для такой оценки, могут входить, например:

- удельный вес региона в ВВП;
- объем промышленной продукции на душу населения;
- средний уровень заработной платы работников;
- объем и динамика капитальных вложений на одного жителя;
- число предприятий всех форм собственности;
- удельный вес убыточных предприятий в общем количестве функционирующих;
- уровень самообеспеченности основными продуктами питания;
- объем производства отдельных видов сельскохозяйственной продукции на душу населения.

При оценке степени развития *инвестиционной инфраструктуры* региона исследуются возможности быстрой реализации инвестиционных проектов. При этом могут рассматриваться такие показатели, как:

- число подрядных строительных предприятий всех форм собственности;
- объемы местного производства основных видов строительных материалов;
- производство энергетических ресурсов на душу населения;
- плотность железнодорожных путей сообщения;
- плотность автомобильных дорог с твердым покрытием и др.

В основе оценки *демографической характеристики* региона лежит изучение потенциального объема спроса населения на потребительские товары и услуги, возможности привлечения квалифицированной рабочей силы в инвестируемые производства. К числу анализируемых показателей относятся:

- удельный вес населения региона в общей численности жителей страны (республики);
- соотношение городских и сельских жителей;

- удельный вес населения, занятого в общественном производстве на предприятиях всех форм собственности;
- уровень квалификации работников, занятых в общественном производстве и др.

Уровень развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры региона оценивается на основе реальных процессов, ведущих к развитию рыночных реформ и созданию соответствующего предпринимательского климата, а также отношения органов самоуправления к этим процессам. Для такой оценки могут использоваться показатели:

- удельного веса приватизированных предприятий в общем числе;
- удельного веса предприятий негосударственной формы собственности в общем количестве;
- число банковских учреждений, страховых компаний, бирж и др.

При оценке уровня *экологических, криминогенных и прочих видов рисков* изучается степень безопасности инвестиционной деятельности в регионе. В этих целях анализируются:

- удельный вес предприятий с вредными выбросами, превышающими предельно допустимые нормы, в общем количестве промышленных предприятий в регионе;
- средний радиационный фон в городах;
- уровень экономических преступлений в расчете на 100 тыс. жителей;
- удельный вес незавершенных строительных объектов в общем количестве начатых строительством и др.

Конечным результатом оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности отраслей и регионов является группировка и ранжирование соответствующих отраслей и регионов по степени их привлекательности.

Ранжирование осуществляется на основе количественной оценки синтетических (обобщенных) показателей. Формирование каждого синтетического показателя по отдельным отраслям и регионам производится по совокупности входящих в их состав аналитических показателей. При этом должна учитываться различная степень значимости отдельных аналитических показателей, которая устанавливается экспертным путем. На основе количественной оценки групп синтетических показателей рассчитывается интегральный показатель инвестиционной привлекательности отраслей и регионов. Поскольку

отдельные синтетические показатели играют разную роль в принятии инвестиционных решений, интегральный показатель оценки рассчитывается путем суммирования произведений рангового значения каждого синтетического показателя на его значимость (в процентах) в принятии инвестиционных решений.

По значениям рассчитанного интегрального показателя может быть проведено ранжирование и определено место отрасли или региона в экономике в зависимости от уровня инвестиционной привлекательности.

Инвестиционная привлекательность предприятий

Анализ и оценка инвестиционной привлекательности предприятий, рассматриваемых в качестве потенциальных объектов инвестирования, имеет свои особенности.

Развитие предприятия происходит последовательно во времени, в комбинации циклов жизни различных выпускаемых им продуктов. Жизненный цикл самого предприятия можно разделить на стадии, характеризующиеся изменением оборота и прибыли: детство — небольшой темп роста оборота, финансовые результаты обычно отрицательные; юность — быстрый рост оборота, первые прибыли; зрелость — замедление роста оборота, максимальные прибыли; старость — оборот и прибыли падают. Общий период всех стадий жизненного цикла предприятия определяется примерно в 20—25 лет, после чего оно прекращает свое существование или возрождается на новой основе с новым составом владельцев и менеджеров.

Понятие цикла жизни предприятия позволяет определить различные проблемы, которые возникают на протяжении всего периода его развития, и оценить инвестиционную привлекательность.

На стадии *детства* предприятие главным образом сталкивается с проблемами выживания, которые возникают в финансовой сфере в виде трудностей с денежными средствами. Предприятию нужно найти краткосрочные средства финансирования, а также источники необходимых инвестиций для своего будущего развития. На стадии *юности* первые прибыли позволяют предприятию сместить свои цели с рентабельности на экономический рост. Теперь ему необходимы среднесрочные и долгосрочные источники, которые позволят поддержать экономический рост посредством инвестирования. На стадии *зрелости* предприятие старается извлечь максимум прибыли из всех возможностей,

которые дает ему его объем, производственный, технический и коммерческий потенциалы. Способность к самофинансированию довольно значительна. Учитывая старение своих товаров, менеджеры предприятия должны исследовать новые возможности развития: путем осуществления промышленных инвестиций, либо косвенно путем финансового участия (например, приобретением значительного числа акций другого предприятия). В этом случае происходит постепенное преобразование в холдинг, т.е. в финансовое предприятие, имеющее преимущественной целью управление портфелем ценных бумаг.

Наиболее инвестиционно привлекательными считаются предприятия, находящиеся в процессе роста, т.е. на первых двух стадиях своего жизненного цикла. Предприятия на стадии зрелости являются также инвестиционно привлекательными в ранних периодах (ранняя зрелость), пока не достигнута наивысшая точка экономического роста. В дальнейшем (окончательная зрелость) инвестирование целесообразно, если продукция предприятия имеет достаточно высокие маркетинговые перспективы, а объем инвестиций в модернизацию и техническое перевооружение невелик и вложенные средства могут окупиться в кратчайшие сроки.

На стадии *старости* инвестирование, как правило, нецелесообразно, за исключением случаев, когда намечается масштабная диверсификация выпускаемой продукции, перепрофилирование предприятия. При этом возможна некоторая экономия инвестиционных ресурсов по сравнению с новым строительством.

Стадии жизненного цикла предприятия определяются путем проведения динамического анализа показателей объема продукции, общей суммы активов, размера собственного капитала и прибыли за ряд последних лет. По темпам их изменения можно судить о стадии жизненного цикла предприятия. Наиболее высокие темпы прироста показателей характерны для стадии юности и ранней зрелости. Стабилизация показателей происходит на стадии окончательной зрелости, а снижение — на стадии старости.

Оценка инвестиционной привлекательности предприятий предполагает также проведение финансового анализа их деятельности. Его цель состоит в оценке ожидаемой доходности инвестируемых средств, сроков их возврата, а также выявлении наиболее значимых по финансовым последствиям инвестиционных рисков.

Оценка финансовой деятельности предприятия производится в процессе анализа системы взаимосвязанных показателей, характеризующих

ющих эффективность финансовой деятельности с точки зрения ее соответствия стратегическим целям бизнеса, в том числе инвестиционным. Важнейшими направлениями, характеризующими единство тактических и стратегических целей развития предприятия, является анализ:

- оборачиваемости активов;
- прибыльности капитала;
- финансовой устойчивости;
- ликвидности активов.

Эффективность инвестирования в значительной степени определяется тем, насколько быстро вложенные средства оборачиваются в процессе деятельности предприятия. Хотя на длительность оборота используемых активов оказывают влияние многочисленные внешние факторы, показатель оборачиваемости активов в значительной степени определяется внутренними условиями деятельности предприятия — эффективностью маркетинговой, производственной и финансовой стратегии и тактики.

Для анализа и оценки *оборачиваемости активов* применяются следующие показатели.

1. Коэффициент оборачиваемости всех используемых активов — отношение объема реализации продукции (товаров, услуг) к средней стоимости используемых активов. Средняя стоимость используемых активов рассчитывается за тот же период, что и объем реализации продукции (по средней арифметической или средней арифметической взвешенной).

2. Коэффициент оборачиваемости текущих активов — отношение объема реализации продукции (товаров, услуг) к средней стоимости текущих активов.

3. Продолжительность оборота используемых активов — отношение числа дней в периоде (берется равным 360 дн.) к коэффициенту оборачиваемости всех используемых активов.

4. Продолжительность оборота текущих активов — отношение числа дней в периоде (берется равным 90 дн.) к коэффициенту оборачиваемости текущих активов.

Снижение в динамике коэффициента оборачиваемости активов или, соответственно, рост продолжительности их оборота свидетельствуют о негативных тенденциях в развитии предприятия, так как вызывают необходимость дополнительного привлечения средств для текущей деятельности. Объем дополнительно инвестируемых средств

рассчитывают как произведение объема реализации продукции на разницу между продолжительностью оборота активов в отчетном и предшествующем периодах, деленное на число дней в периоде.

Одной из главных целей инвестирования является получение максимальной прибыли в процессе использования вложенных средств. Для выявления потенциальных возможностей формирования *прибыли* в сопоставлении с вложенным капиталом используют ряд показателей.

1. Прибыльность всех используемых активов — отношение суммы чистой прибыли (после уплаты налогов) к средней сумме используемых активов.

2. Прибыльность текущих активов — отношение суммы чистой прибыли к средней сумме текущих активов.

3. Рентабельность основных фондов — отношение суммы чистой прибыли к средней стоимости основных фондов.

4. Прибыльность реализации продукции — отношение суммы чистой прибыли к объему реализованной продукции.

5. Показатель прибыльности — отношение суммы валовой (балансовой) прибыли (до уплаты налогов и процентов за кредит) к разнице между средней суммой используемых активов и суммой нематериальных активов. Показатель прибыльности используется для сравнения инвестиционных объектов с различным уровнем налогообложения прибыли (доходов).

6. Рентабельность собственного капитала — отношение суммы чистой прибыли к сумме собственного капитала. Показатель рентабельности собственного капитала характеризует эффективность использования собственного капитала в составе совокупных активов предприятия.

Анализ *финансовой устойчивости* дает возможность оценить инвестиционный риск, связанный со структурой формирования инвестиционных ресурсов предприятия, и обеспечить оптимальность источников финансирования текущей производственной деятельности. Для оценки финансовой устойчивости предприятия используют следующие показатели.

1. Коэффициент автономии — отношение суммы собственного капитала к сумме всех используемых активов. Коэффициент автономии показывает, в какой степени используемые предприятием активы сформированы за счет собственного капитала.

2. Коэффициент соотношения заемных и собственных средств — отношение суммы используемых заемных средств к сумме собственных активов.

3. Коэффициент долгосрочной задолженности — отношение суммы долгосрочной задолженности (свыше одного года) к сумме всех используемых активов.

Оценка *ликвидности* позволяет определить способность предприятия платить по краткосрочным обязательствам текущими активами, предотвращая возможное банкротство. Состояние ликвидности активов характеризует уровень инвестиционных рисков в краткосрочном периоде. В качестве базового показателя ликвидности можно использовать коэффициент текущей ликвидности, который рассчитывается как отношение суммы текущих активов к сумме текущей (краткосрочной) задолженности. В процессе анализа ликвидности активов применяют ряд показателей.

1. Коэффициент абсолютной ликвидности — отношение суммы денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к сумме текущей (краткосрочной) задолженности.

2. Коэффициент срочной ликвидности — отношение суммы денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и дебиторской задолженности к сумме текущей (краткосрочной) задолженности.

3. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности — отношение объема реализации продукции с последующей оплатой к средней сумме дебиторской задолженности.

4. Период оборота дебиторской задолженности — отношение числа дней в периоде к коэффициенту оборачиваемости дебиторской задолженности.

Контрольные вопросы и задания

1. Дайте понятие инвестиционного рынка.
2. Каковы основные элементы инвестиционного рынка?
3. Охарактеризуйте основные стадии конъюнктурного цикла.
4. Определите важнейшие макроэкономические показатели развития инвестиционного рынка.
5. В чем особенности оценки и факторы прогнозирования инвестиционной привлекательности отраслей экономики?

6. Охарактеризуйте фазы жизненного цикла отрасли.
7. Каковы показатели, позволяющие оценить инвестиционную привлекательность регионов?
8. Назовите важнейшие показатели оценки инвестиционной привлекательности предприятий.
9. Охарактеризуйте стадии жизненного цикла предприятия с точки зрения привлекательности для инвестора.
10. Как определяют текущую стадию жизненного цикла предприятия?

ФОРМИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

3.1. Понятие инвестиционной стратегии и ее роль в развитии предприятия

Инвестиционная стратегия — система долгосрочных целей инвестиционной деятельности предприятия, определяемых общими задачами его развития и инвестиционной идеологией, а также выбор наиболее эффективных путей их достижения.

Инвестиционная стратегия является эффективным инструментом перспективного управления инвестиционной деятельностью предприятия, представляет собой концепцию ее развития и в качестве генерального плана осуществления инвестиционной деятельности предприятия определяет:

- приоритеты направлений инвестиционной деятельности;
- формы инвестиционной деятельности;
- характер формирования инвестиционных ресурсов предприятия;
- последовательность этапов реализации долгосрочных инвестиционных целей предприятия;
- границы возможной инвестиционной активности предприятия по направлениям и формам его инвестиционной деятельности;
- систему формализованных критериев, по которым предприятие моделирует, реализует и оценивает свою инвестиционную деятельность.

Процесс разработки инвестиционной стратегии является важнейшей составной частью общей системы стратегического выбора предприятия и включает:

- постановку целей инвестиционной стратегии;
- оптимизацию структуры формируемых инвестиционных ресурсов и их распределения;
- выработку инвестиционной политики по наиболее важным аспектам инвестиционной деятельности;

- поддержание взаимоотношений с внешней инвестиционной средой.

Необходимость разработки инвестиционной стратегии предприятия определяется изменениями условий внешней и внутренней среды. Эффективно управлять инвестициями возможно только при наличии инвестиционной стратегии, адаптированной к возможным изменениям факторов внешней инвестиционной среды, иначе инвестиционные решения отдельных подразделений предприятия могут противоречить друг другу, что будет снижать эффективность инвестиционной деятельности.

Изменение факторов внутренней среды предприятия может быть связано с кардинальными изменениями целей его операционной деятельности или с предстоящими изменениями в стадии жизненного цикла. Открывающиеся новые коммерческие возможности меняют цели операционной деятельности предприятия. В этом случае разработанная инвестиционная стратегия обеспечивает прогнозируемый характер возрастания инвестиционной активности предприятия и диверсификации его инвестиционной деятельности.

Поскольку каждой стадии жизненного цикла предприятия присущи характерные ей уровень инвестиционной активности, направления и формы инвестиционной деятельности, особенности формирования инвестиционных ресурсов, инвестиционная стратегия позволяет адаптировать инвестиционную деятельность предприятия к изменениям его экономического развития.

Процесс разработки инвестиционной стратегии требует выделения объектов стратегического управления предприятия. К таким объектам относится инвестиционная деятельность:

- предприятия в целом;
- стратегической зоны хозяйствования;
- стратегического центра.

Стратегическая зона хозяйствования представляет собой самостоятельный хозяйственный сегмент в рамках предприятия, осуществляющий свою деятельность в ряде смежных отраслей, объединенных общим спросом или общностью используемого сырья, технологий.

Стратегический инвестиционный центр — самостоятельная структурная единица предприятия, специализирующаяся на выполнении отдельных функций или направлений инвестиционной деятельности и обеспечивающая эффективную хозяйственную деятельность отдельных стратегических зон хозяйствования.

В современных условиях хозяйствования инвестиционная стратегия становится одним из определяющих факторов успешного и эффективного развития предприятия. Разработанная инвестиционная стратегия:

- обеспечивает механизм реализации долгосрочных общих и инвестиционных целей предстоящего экономического и социального развития предприятия;
- позволяет реально оценить инвестиционные возможности предприятия;
- позволяет максимально использовать инвестиционный потенциал и активно маневрировать инвестиционными ресурсами;
- обеспечивает возможность быстрой реализации новых перспективных инвестиционных возможностей, которые неизбежно возникают в процессе изменений факторов внешней рыночной инвестиционной среды;
- позволяет прогнозировать возможные варианты развития внешней инвестиционной среды и уменьшить влияние негативных факторов на деятельность предприятия;
- обеспечивает четкую взаимосвязь стратегического, тактического (текущего) и оперативного управления инвестиционной деятельностью предприятия;
- отражает преимущества предприятия в конкурентном окружении;
- определяет соответствующую политику инвестиционной деятельности в рамках реализации наиболее важных стратегических инвестиционных решений.

Внутри инвестиционной стратегии формируется значение основных критериальных оценок выбора реальных инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования. Разработанная инвестиционная стратегия является одной из базисных предпосылок стратегических изменений общей организационной структуры управления предприятием и его организационной культуры.

3.2. Принципы и основные этапы разработки инвестиционной стратегии

В процессе разработки инвестиционной стратегии предприятия подготовку и принятие стратегических инвестиционных решений обеспечивают следующие основные принципы.

Принцип инвайронментализма. В противовес конституционализму (закрытой организации, деятельность которой не предполагает инвестиций и каких-либо отношений с внешней средой) инвайронментализм рассматривает предприятие как открытую для активного взаимодействия с внешней инвестиционной средой социально-экономическую систему, способную к самоорганизации, т.е. обретению соответствующей пространственной, временной или функциональной структуры. Это позволяет обеспечить качественно иной уровень формирования инвестиционной стратегии предприятия.

Принцип соответствия. Являясь общей частью стратегии экономического развития предприятия, обеспечивающей в первую очередь развитие операционной деятельности, инвестиционная стратегия носит по отношению к ней подчиненный характер и поэтому должна быть согласована со стратегическими целями и направлениями операционной деятельности. Инвестиционная стратегия в этом случае рассматривается как один из главных факторов обеспечения эффективного развития предприятия, оказывающий существенное влияние на формирование стратегического развития операционной деятельности предприятия.

Базовыми стратегиями операционной деятельности предприятия, реализацию которых обеспечивает инвестиционная стратегия, являются: ограниченный рост, ускоренный рост, сокращение (сжатие), сочетание (комбинирование).

Стратегию *ограниченного роста* используют предприятия со стабильным ассортиментом продукции и производственными технологиями, слабо подверженными влиянию научно-технического прогресса. Обычно эту стратегию выбирают в условиях относительно слабых колебаний конъюнктуры рынка и стабильной конкурентной позиции, когда инвестиционная стратегия направлена в первую очередь на эффективное обеспечение воспроизводственных процессов и прироста активов, обеспечивающих ограниченный рост объемов производства и реализации продукции. Стратегические изменения инвестиционной деятельности при этом минимальны.

Стратегию *ускоренного роста* выбирают предприятия на ранних стадиях своего жизненного цикла, функционирующие в динамично развивающихся отраслях, которые подвержены сильному влиянию научно-технического прогресса. Инвестиционная стратегия при этом носит наиболее сложный характер за счет необходимости обеспечения высоких темпов развития инвестиционной деятельности, ее

диверсификации по различным формам, направлениям, регионам и отраслям.

Стратегия *сокращения (сжатия)* характерна для предприятий, находящихся на последних стадиях своего жизненного цикла, а также в фазе финансового кризиса. По своей сути это стратегия отсекающего всего «лишнего». Она предусматривает сокращение объема и ассортимента выпускаемой продукции, уход с отдельных сегментов рынка и т.п. Инвестиционная стратегия должна обеспечить высокую маневренность использования высвобождаемого капитала в объектах инвестирования, обеспечивающих дальнейшую финансовую стабилизацию.

Стратегия *сочетания (комбинирования)* используется наиболее крупными предприятиями с широкой отраслевой и региональной диверсификацией инвестиционной деятельности. Она объединяет в себе различные типы частных стратегий стратегических зон хозяйствования или стратегических хозяйственных центров. Инвестиционная стратегия предприятий дифференцируется по отдельным объектам стратегического управления в зависимости от стратегических целей их развития.

Принцип сочетания. Этот принцип состоит в обеспечении сочетания перспективного, текущего и оперативного управления инвестиционной деятельностью.

Разработанная инвестиционная стратегия предприятия по существу является лишь первым этапом процесса стратегического управления инвестиционной деятельностью предприятия. Такая стратегия ложится в основу тактического (текущего) управления инвестиционной деятельностью путем формирования инвестиционного портфеля предприятия (инвестиционной корзины, программы). В свою очередь тактическое управление является базой оперативного управления инвестиционной деятельностью путем реализации отдельных реальных инвестиционных проектов и реструктуризации портфеля финансовых инструментов.

Формирование инвестиционного портфеля является среднесрочным управленческим процессом, осуществляемым в рамках стратегических решений и текущих инвестиционных возможностей предприятия.

Оперативное управление реализацией реальных инвестиционных проектов и реструктуризацией портфеля финансовых инструментов является краткосрочным управленческим процессом и предусматривает

разработку и принятие оперативных решений по отдельным инвестиционным проектам и финансовым инструментам, а в необходимых случаях подготовку решений о пересмотре портфеля.

Принцип преимущественной ориентации на предпринимательский стиль стратегического управления. Различают два стиля инвестиционного поведения предприятия в стратегической перспективе: приростной (рассматривается как консервативный) и предпринимательский (рассматривается как агрессивный, ориентированный на ускоренный рост).

Основу *приростного* стиля составляет постановка стратегических целей от достигнутого уровня инвестиционной деятельности с минимизацией альтернативности принимаемых стратегических инвестиционных решений. Кардинальные изменения направлений и форм инвестиционной деятельности осуществляются лишь при изменении операционной стратегии предприятия. Приростной стиль характерен для предприятий, достигших стадии зрелости жизненного цикла.

Основу *предпринимательского* стиля инвестиционного поведения составляет активный поиск эффективных инвестиционных решений по всем направлениям и формам инвестиционной деятельности. Направления, формы и методы осуществления инвестиционной деятельности при этом стиле постоянно меняются с учетом изменяющихся факторов внешней инвестиционной среды.

Принцип инвестиционной гибкости и альтернативности. Инвестиционная стратегия должна быть разработана с учетом адаптивности к изменениям факторов внешней инвестиционной среды. Помимо прочего в основе стратегических инвестиционных решений должен лежать активный поиск альтернативных вариантов направлений, форм и методов осуществления инвестиционной деятельности, выбор наилучших из них, построение на этой основе общей инвестиционной стратегии и формирование механизмов эффективной ее реализации.

Инновационный принцип. Формируя инвестиционную стратегию, следует иметь в виду, что инвестиционная деятельность является главным механизмом внедрения технологических нововведений, обеспечивающих рост конкурентной позиции предприятия на рынке. Реализация общих целей стратегического развития предприятия в значительной степени зависит от того, насколько его инвестиционная стратегия отражает достигнутые результаты научно-технического прогресса и адаптирована к быстрому использованию новых его результатов.

Принцип минимизации инвестиционного риска. Практически все инвестиционные решения, принимаемые на предприятии в процессе формирования инвестиционной стратегии, изменяют уровень инвестиционного риска. В зависимости от различного инвестиционного поведения по отношению к риску уровень его допустимого значения в процессе разработки инвестиционной стратегии на каждом предприятии должен устанавливаться дифференцированно.

Принцип компетентности. Какие бы специалисты не привлекались к разработке отдельных параметров инвестиционной стратегии предприятия, ее реализацию должны обеспечивать подготовленные, профессиональные специалисты — финансовые (инвестиционные) менеджеры, владеющие не только знаниями, навыками и опытом управления, но и инвестиционной культурой.

Процесс разработки инвестиционной стратегии предприятия складывается из следующих этапов:

- определение общего периода формирования инвестиционной стратегии;
- формирование стратегических целей инвестиционной деятельности;
- обоснование стратегических направлений и форм инвестиционной деятельности;
- определение стратегических направлений формирования инвестиционных ресурсов;
- формирование инвестиционной политики по основным направлениям инвестиционной деятельности;
- оценка результативности разработанной инвестиционной стратегии.

Период формирования инвестиционной стратегии зависит:

- от продолжительности периода, принятого для формирования общей стратегии развития предприятия — инвестиционная стратегия предприятия не может выходить за пределы этого периода;
- возможностей прогнозирования состояния развития экономики и инвестиционного рынка — инвестиционная стратегия крупнейших компаний Запаदा разрабатывается на 10—15 лет; в условиях нестабильности экономической и политической ситуации в России этот период не может превышать в среднем 3—5 лет;
- отраслевой принадлежности предприятия — в сфере розничной торговли, услуг, производства потребительских товаров период

формирования инвестиционной стратегии короче (на Западе 3—5 лет); в сфере производства средств производства, в добывающих отраслях — дольше (5—10 лет); самый длительный период характерен для институциональных инвесторов (свыше 10 лет);

- размеров предприятия. Чем крупнее предприятие, тем на более длительный срок разрабатывается инвестиционная стратегия.

Формирование стратегических целей, анализ стратегических альтернатив, выбор стратегических направлений и форм инвестиционной деятельности, а также определение стратегических направлений формирования инвестиционных ресурсов являются важнейшими этапами разработки инвестиционной стратегии предприятия. Их сущность и содержание будут рассмотрены подробно в следующих разделах.

Инвестиционная политика представляет собой форму реализации инвестиционной стратегии предприятия в разрезе наиболее важных направлений инвестиционной деятельности на отдельных этапах ее осуществления. В отличие от инвестиционной стратегии инвестиционная политика формируется только по конкретным направлениям деятельности, требующим обеспечения наиболее эффективного управления для достижения главной стратегической цели.

В рамках инвестиционной стратегии предприятия разрабатывается политика:

- управления реальными инвестициями;
- управления финансовыми инвестициями;
- формирования инвестиционных ресурсов;
- управления инвестиционными рисками.

3.3. Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности

Стратегические цели инвестиционной деятельности предприятия представляют собой описанные в формализованном виде желаемые параметры его стратегической инвестиционной позиции, позволяющие вести эту деятельность в долгосрочной перспективе и оценивать ее результаты. Стратегические цели можно классифицировать по нескольким признакам (табл. 2).

Таблица 2

Классификация стратегических целей инвестиционной деятельности

Признак	Стратегические цели
Вид ожидаемого эффекта	Экономические
	Внеэкономические
Функциональные направления инвестиционной деятельности	Реального инвестирования
	Финансового инвестирования
	Формирования инвестиционных ресурсов
Объекты стратегического управления	Предприятия
	Отдельных стратегических зон хозяйствования
	Стратегических хозяйственных центров
Направленность результатов инвестиционной деятельности	Внутренние
	Внешние
Приоритетное значение	Главная
	Основные
	Вспомогательные
Характер влияния на ожидаемый результат	Прямые
	Поддерживающие
Направленность воспроизводственного процесса	Развития
	Реновации

По видам ожидаемого эффекта выделяют экономические и внеэкономические стратегические цели инвестиционной деятельности. *Экономические* цели прямо связаны с формированием инвестиционного дохода или достижением иных экономических результатов инвестиционной деятельности. *Внеэкономические* цели связаны с решением социальных задач, обеспечением экологической безопасности, повышением репутации предприятия и т.п.

По функциональным направлениям инвестиционной деятельности различают стратегические цели реального

и финансового инвестирования, а также формирования инвестиционных ресурсов. Цели *реального инвестирования* определяются по отраслевой и региональной направленности реальных инвестиций, основным их формам, важнейшим конечным результатам. Система этих целей должна быть взаимоувязана со стратегическими целями операционной деятельности предприятия. Цели *финансового инвестирования* определяют перспективы приобретения контрольного пакета акций других предприятий, основные параметры формирования портфеля финансовых инвестиций. Цели *формирования инвестиционных ресурсов* обычно определяют темпы формирования собственных инвестиционных ресурсов, параметры структуры ресурсов, а также их средневзвешенной стоимости.

По объектам стратегического управления различают стратегические цели предприятия, отдельных стратегических зон и отдельных стратегических центров. Стратегические цели *предприятия* играют определяющую роль. Цели *отдельных стратегических зон* хозяйствования связаны с формированием, развитием и обеспечением эффективной деятельности выделяемых в структуре предприятия стратегических зон. Цели *отдельных стратегических хозяйственных центров* связаны с инвестиционной поддержкой формирования и развития различных «центров ответственности», в первую очередь, «центров инвестиций».

По направленности результатов инвестиционной деятельности выделяют внутренние и внешние стратегические цели. *Внутренние* цели определяют направления развития внутренних инвестиций предприятия, которые обеспечивают различные цели операционной деятельности, решение важных социальных проблем. *Внешние* цели определяют направления и ожидаемые результаты развития внешних инвестиций предприятия, как отечественных, так и иностранных.

По приоритетному значению стратегические цели подразделяются на главную, основные и вспомогательные. *Главная* цель обычно тождественна целям инвестиционного менеджмента и может включать наиболее важные стратегические цели, направленные на реализацию перспективной инвестиционной позиции предприятия, в разрезе основных аспектов инвестиционной деятельности. *Основные* цели инвестиционной деятельности связаны с повышением уровня благосостояния собственников предприятия и максимизацией его рыночной стоимости. Их достижение должно обеспечивать:

- выбор наиболее эффективных направлений реального и финансового инвестирования;
- рост уровня прибыльности инвестиций;
- рост доходов от инвестиционной деятельности;
- изменение отраслевой и региональной направленности инвестиционной деятельности;
- снижение уровня инвестиционных рисков и т.п.

Вспомогательные цели объединяют все иные экономические и внеэкономические цели инвестиционной деятельности предприятия и способствуют достижению главной и основных целей.

По характеру влияния на ожидаемый результат стратегические цели бывают прямыми и поддерживающими. *Прямые* цели непосредственно связаны с конечными результатами инвестиционной деятельности (к ним относится главная стратегическая цель). *Поддерживающие* цели всегда направлены на обеспечение реализации прямых целей в процессе инвестиционной деятельности. Например, к числу поддерживающих целей могут относиться: использование новых инвестиционных технологий, переход к новой организационной структуре управления инвестиционной деятельностью, формирование инвестиционной культуры.

По направленности воспроизводственного процесса, обеспечиваемого инвестиционной деятельностью, различают стратегические цели развития и реновации. Цели *развития* направлены на обеспечение прироста собственного капитала или активов предприятия. *Реновационные* цели обеспечивают своевременную замену амортизируемых основных средств и нематериальных активов в рамках простого воспроизводства.

Рассмотренные классификационные признаки определяют процесс формирования стратегических целей инвестиционной деятельности, который включает:

- анализ тенденций развития деятельности;
- формулировку главной и формирование системы основных стратегических целей;
- формирование системы вспомогательных целей.

Для формирования стратегических целей инвестиционной деятельности необходимо предварительно исследовать факторы внешней инвестиционной среды и конъюнктуры инвестиционного рынка, а также оценить сильные и слабые стороны предприятия, определяющие особенности его инвестиционной деятельности.

В ходе анализа тенденций развития инвестиционной деятельности выявляются важнейшие особенности и закономерности динамики изменения основных инвестиционных показателей отдельных объектов стратегического управления предприятия, а также степень влияния на них различных внешних и внутренних факторов инвестиционной среды.

Формирование системы основных стратегических целей должно обеспечивать достижение главной (приоритетной) цели инвестиционной деятельности. Главная и основные стратегические цели инвестиционной деятельности предприятия должны быть конкретизированы, отражены в определенных показателях (целевых стратегических нормативах) и получить количественное значение. Стратегическими нормативами могут, например, являться:

- темп роста общего объема инвестиционной деятельности в стратегической перспективе;
- соотношение объемов реального и финансового инвестирования;
- минимальный уровень текущего инвестиционного дохода;
- минимальный темп прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе;
- предельно допустимый уровень инвестиционного риска.

При формировании целевых стратегических нормативов важно правильно спрогнозировать (определить) желательные и нежелательные, но возможные тенденции развития отдельных показателей инвестиционной деятельности. Кроме того, необходимо учесть объективные ограничения в достижении этих нормативов. Такими ограничениями могут служить: размер предприятия; объем инвестиционных ресурсов, а также стадия жизненного цикла, в которой находится предприятие.

Небольшому предприятию из-за недостаточности ресурсов невозможно осуществлять диверсифицированную инвестиционную деятельность. Стратегические цели таких предприятий обычно ограничиваются сферой реального инвестирования и подчиняются задачам экономического развития и реновации выбывающих основных фондов и нематериальных активов. Крупные предприятия могут позволить себе реализацию целей финансового инвестирования, диверсификацию инвестиционной деятельности в отраслевом и региональном разрезах и т.п. Однако даже для крупных предприятий всегда объективным является соразмерение потребностей обеспечения опера-

ционного процесса с объемом доступных инвестиционных ресурсов. Отсюда возникает понятие «критическая масса инвестиций», которое характеризует минимальный объем инвестиционной деятельности, позволяющий предприятию формировать чистую операционную прибыль.

Стадия жизненного цикла, на которой находится предприятие, дифференцирует стратегические цели инвестиционной деятельности. На стадии детства предприятие формулирует основные стратегические цели на уровне обеспечения высоких темпов реального инвестирования, безубыточности инвестиционной деятельности. На стадии юности основными стратегическими целями инвестиционной деятельности предприятия могут являться: расширение объемов реального инвестирования; диверсификация направлений реального инвестирования, обеспечение минимальной нормы текущей инвестиционной прибыли. На стадии зрелости основными стратегическими целями инвестиционной деятельности предприятия становятся: обеспечение выхода на «критическую массу инвестиций» и ее поддержание; формирование портфеля финансовых инвестиций и обширная диверсификация форм реального и финансового инвестирования; обеспечение необходимых темпов прироста инвестируемого капитала и обеспечение средней нормы инвестиционного дохода и т.п. На стадии старения стратегические цели инвестиционной деятельности могут выражаться в обеспечении своевременной реновации амортизируемых активов; «сжатии» инвестиционного портфеля; реинвестировании капитала с целью поддержания необходимого объема операционной деятельности.

Вспомогательные (поддерживающие) цели инвестиционной деятельности, включаемые в инвестиционную стратегию предприятия, также должны выражаться в целевых стратегических нормативах. Такими целями могут быть:

- предусматриваемый уровень отраслевой диверсификации реальных или финансовых инвестиций;
- предусматриваемый уровень региональной диверсификации реальных или финансовых инвестиций;
- соотношение объемов внутренних и внешних инвестиций предприятия;
- предельный уровень ликвидности объектов реального инвестирования или портфеля финансовых инвестиций;
- минимизация уровня налогообложения инвестиционной деятельности;

- поддержание «критической массы инвестиций», обеспечивающей устойчивый экономический рост предприятия;
- предельный уровень средневзвешенной стоимости формируемых инвестиционных ресурсов предприятия и т.п.

3.4. Обоснование стратегических направлений и форм инвестиционной деятельности

В процессе разработки стратегических направлений инвестиционной деятельности предприятия последовательно решаются три главные задачи:

- 1) определение соотношения различных форм инвестирования на отдельных этапах перспективного периода;
- 2) определение отраслевой направленности инвестиционной деятельности;
- 3) определение региональной направленности инвестиционной деятельности.

Определение *соотношения различных форм инвестирования* связано с функциональной направленностью деятельности предприятия. Предприятия, ведущие производственную деятельность, преимущественной формой инвестирования будут иметь реальные вложения в инвестиционные проекты, что позволит им развиваться высокими темпами, осваивать новые виды продукции. Финансовые инвестиции этих предприятий связаны в основном с краткосрочными вложениями свободных денежных средств или осуществляются с целью установления контроля (влияния) за деятельностью отдельных предприятий.

Предприятия — институциональные инвесторы осуществляют инвестиционную деятельность преимущественно на фондовом рынке. Удельный вес реального инвестирования у таких предприятий может колебаться в пределах, разрешенных законодательством.

Соотношение различных форм инвестирования в длительной перспективе существенно колеблется в зависимости от стадий жизненного цикла предприятия. На стадиях рождения, детства и юности подавляющая доля инвестиций носит реальную форму. Только на более поздних стадиях (окончательная зрелость) предприятия существенно расширяют долю финансовых инвестиций.

Размеры предприятия также влияют на соотношение различных форм инвестирования. Как правило, небольшие и средние предприятия осуществляют реальные инвестиции в большей степени, что обусловлено сложностью формирования «критической массы инвестиций». Крупные предприятия имеют более высокий уровень финансовой гибкости, что дает им возможность проводить финансовое инвестирование в больших масштабах.

Характер стратегических изменений операционной деятельности предприятия самым непосредственным образом сказывается на соотношении форм инвестирования. Стратегические изменения операционной деятельности предприятия могут быть *постепенными* (обусловлены внутренней логикой динамики операционной деятельности и связаны с небольшими объемами ее наращивания) и *прерывистыми* (характеризуются существенными и скачкообразными отклонениями объемов операционной деятельности от традиционных). В первом случае инвестиционные ресурсы предприятия используются на нужды реального инвестирования в плановом порядке, а финансовое инвестирование носит краткосрочный характер использования временно свободных инвестиционных ресурсов. Во втором случае у предприятия накапливается довольно значительный объем временно свободных инвестиционных ресурсов, который может использоваться в процессе как краткосрочного, так и долгосрочного финансового инвестирования.

На соотношение реальных и финансовых инвестиций оказывает влияние общее состояние экономики, определяющее конъюнктуру отдельных сегментов инвестиционного рынка. В условиях нестабильности экономики, высоких темпов инфляции, постоянного изменения налоговой политики эффективность реального инвестирования существенно снижается при одновременном возрастании уровня рисков. В такие периоды финансовые инвестиции, особенно краткосрочные, являются более эффективными. Следует отметить, что реальные инвестиции имеют высокий уровень противоинфляционной защиты, так как цены на объекты реального инвестирования возрастают обычно пропорционально темпу инфляции.

Определяя *отраслевую направленность* своей инвестиционной деятельности, предприятия выбирают две принципиально разные инвестиционные стратегии: *конкурентную*, направленную на максимизацию инвестиционной прибыли в рамках одной отрасли, или *портфельную*, направленную на снижение уровня инвестиционного

риска и максимизацию инвестиционной прибыли за счет использования преимуществ межотраслевой деятельности.

Для определения отраслевой направленности инвестиционной деятельности необходимо исследовать целесообразность:

- отраслевой концентрации (или диверсификации) инвестиционной деятельности;
- различных форм диверсификации инвестиционной деятельности:
 - в рамках определенной группы отраслей,
 - в разрезе различных, не связанных между собой групп отраслей.

Как правило, начальные этапы деятельности предприятия связаны с концентрацией его инвестиционной деятельности на одной, хорошо знакомой отрасли. Западная практика показывает, что многие из наиболее удачливых инвесторов достигли высокого уровня доходов благодаря этой стратегии. В то же время среди инвесторов, использующих эту стратегию, наблюдается наибольшее число банкротств, что связано с более высоким уровнем риска.

Стратегия отраслевой концентрации может использоваться лишь на трех первых стадиях жизненного цикла предприятия. На последующих стадиях по мере удовлетворения потребности рынка в продукции ей на смену должна придти стратегия отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности.

Отраслевая диверсификация инвестиционной деятельности в рамках определенной группы отраслей (например, сельскохозяйственного производства, пищевой промышленности, транспорта) позволяет инвесторам более широко использовать накопленный опыт в области маркетинга, производственных технологий и тем самым повышать эффективность инвестирования при существенном снижении уровня инвестиционных рисков. Стратегия диверсификации инвестиционной деятельности предприятия реализуется при формировании стратегических зон хозяйствования, на которых лежит полная ответственность за разработку ассортимента конкурентоспособной продукции, эффективной сбытовой, а также инвестиционной стратегий.

Стратегия диверсификации эффективна лишь при благоприятном прогнозе конъюнктуры соответствующих товарных рынков. Это обусловлено определенными ее недостатками. Во-первых, смежные отрасли, как правило, имеют аналогичный во времени отраслевой жизненный цикл, что увеличивает инвестиционный риск (особенно в традиционных отраслях). Во-вторых, продукция смежных отраслей

обычно подвержена влиянию одинаковых во времени конъюнктурных циклов, что еще больше увеличивает инвестиционный риск.

Необходимость использования стратегии отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности в разрезе различных, не связанных между собой групп отраслей определяется тем, что для многих крупных предприятий, ведущих свою деятельность на протяжении длительного периода времени, традиционно избранные отрасли сдерживают темпы перспективного развития, получение высокой отдачи от инвестиций. Для таких предприятий обеспечить новые возможности развития и повысить уровень конкурентоспособности может инвестирование в иные альтернативные группы отраслей. Условием такой диверсификации инвестиционной деятельности является формирование стратегических центров хозяйствования, в состав которых включается несколько стратегических зон хозяйствования. Стратегический хозяйственный центр полностью формирует свою инвестиционную стратегию, являющуюся самостоятельным составным элементом инвестиционной стратегии предприятия. За счет выбора отраслей с различными стадиями жизненного цикла и с различными во времени колебаниями конъюнктуры на их продукцию существенно снижается уровень инвестиционных рисков.

В процессе отраслевой диверсификации инвестиционной деятельности предприятие может избрать либо *наступательную* инвестиционную стратегию, когда в качестве критерия поиска объектов инвестирования используются будущие преимущества отраслевого конгломерата, либо *защитную*, когда поиск объектов инвестирования направлен на устранение слабостей отдельных отраслевых производств.

Выбор *региональной направленности* инвестиционной деятельности предприятия наряду с прочими факторами, определяющими инвестиционный климат конкретных территорий и их инвестиционную привлекательность, определяется размерами предприятия и продолжительностью его функционирования.

Небольшие и средние предприятия, равно как и предприятия, находящиеся на ранних стадиях своего жизненного цикла, сосредотачивают свою инвестиционную деятельность в основном в пределах одного региона. Ограниченные возможности региональной диверсификации для них связаны с недостатком инвестиционных ресурсов и сложностью управления инвестиционной и хозяйственной деятельностью.

Принципиальная возможность региональной диверсификации появляется лишь при финансовых инвестициях. Но в силу небольших объемов финансового инвестирования управленческие решения принимаются не в рамках разрабатываемой инвестиционной стратегии, а на стадии тактического управления инвестиционной деятельностью, т.е. при формировании инвестиционного портфеля. Потребность в региональной диверсификации для «молодых» предприятий возникает по мере их развития и увеличения продолжительности их функционирования.

3.5. Определение стратегических направлений формирования инвестиционных ресурсов

Инвестиционные ресурсы предприятия представляют собой все формы капитала, привлекаемого для вложений в объекты реального и финансового инвестирования.

Формирование инвестиционных ресурсов носит регулярный, непрерывный характер и сопровождает все стадии жизненного цикла предприятия, а также является основным условием осуществления инвестиционной деятельности и неразрывно связано с ее целями и направлениями. С одной стороны, формирование ресурсов является финансовой базой реализации разработанной инвестиционной стратегии, а с другой — самостоятельным блоком стратегии, по которому определяются стратегические целевые нормативы.

Основной целью формирования инвестиционных ресурсов предприятия является удовлетворение потребности в приобретении необходимых инвестиционных активов и оптимизация их структуры с позиции обеспечения эффективных результатов инвестиционной деятельности. Возможности такого формирования во многом определяются достигнутой структурой капитала предприятия, т.е. соотношением собственных и заемных источников.

Процесс формирования собственных внутренних источников инвестиционных ресурсов (амортизационных отчислений и прибыли) осуществляется через механизмы амортизационной, дивидендной и реинвестиционной политики предприятия и т.п. Покрытие дополнительной потребности в инвестиционных ресурсах осуществляется за счет заемных источников. Существует обратная зависимость между

долей фактически используемого предприятием в инвестиционных целях заемного капитала и возможными объемами дополнительного его привлечения.

Суть стратегии формирования инвестиционных ресурсов заключается в обеспечении необходимого уровня самофинансирования инвестиционной деятельности предприятия и наиболее эффективных форм привлечения заемного капитала из различных источников осуществления инвестиций.

Эффективное формирование инвестиционных ресурсов в разрезе отдельных источников является важнейшим условием финансовой устойчивости предприятия, а рациональная структура источников позволяет снизить уровень инвестиционных рисков и предотвратить угрозу банкротства предприятия.

Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов предприятия включает:

- определение общего объема необходимых инвестиционных ресурсов;
- выбор эффективных схем финансирования отдельных реальных инвестиционных проектов;
- обеспечение необходимого объема привлечения собственных и заемных инвестиционных ресурсов;
- оптимизацию структуры источников формирования инвестиционных ресурсов.

Определение общего объема необходимых инвестиционных ресурсов неразрывно связано с анализом их структуры, сложившейся на предприятии. С этой целью изучаются:

- динамика изменения общего объема инвестиционных ресурсов;
- динамика удельного веса собственных и заемных средств в общей сумме капитала;
- соотношение внешних и внутренних источников формирования собственных инвестиционных ресурсов;
- стоимость привлечения собственного капитала за счет различных источников;
- динамика общего объема привлечения заемных инвестиционных ресурсов;
- эффективность использования заемных инвестиционных ресурсов на предприятии и т.д.

Целью такого анализа является определение потенциала формирования инвестиционных ресурсов и его соответствия объему планируемых инвестиций. Результаты анализа служат основой определения общего объема необходимых инвестиционных ресурсов, а также оценки оптимальности формирования инвестиционных ресурсов на предприятии.

Общая потребность в инвестиционных ресурсах предприятия рассчитывается исходя из планирования объема освоения средств в процессе реализации отдельных реальных проектов и планируемого прироста портфеля финансовых инвестиций. Наибольшую сложность в расчетах представляет определение потребности в ресурсах, необходимых для реализации проекта создания нового предприятия. Это связано с проведением расчетов по всем трем фазам жизненного цикла инвестиционного проекта (предынвестиционной, инвестиционной и эксплуатационной).

Предынвестиционная фаза требует небольшого объема средств, необходимых для разработки бизнес-плана, финансирования связанных с этим исследований, а также необходимых проектных работ.

В инвестиционной фазе ресурсы формируются для непосредственного создания активов предприятий, которые обеспечивают его будущую хозяйственную деятельность и производственный потенциал. Эти активы формируются в результате проведения строительно-монтажных работ, приобретения и монтажа оборудования и т.п.

В эксплуатационной фазе ресурсы формируются для финансирования оборотных активов предприятия, позволяющих ему начать операционную деятельность с целью формирования возвратного потока инвестиций.

Расчет потребности в инвестиционных ресурсах, необходимых для создания нового предприятия, может вестись балансовым методом, методом аналогий или методом удельной капиталоемкости.

Балансовый метод основан на алгоритме: общая сумма активов создаваемого предприятия равна общей сумме инвестируемого в него капитала. Для определения размера инвестиционных ресурсов в рамках данного метода просчитывается их потребность в разрезе основных видов активов: основных средств; нематериальных активов; запасов товарно-материальных ценностей, обеспечивающих операционную деятельность; денежных активов и прочих активов (с учетом особенностей создаваемого предприятия). Целесообразно рассчитать:

- минимально необходимую сумму активов, позволяющую начать хозяйственную деятельность;
- необходимую сумму активов, позволяющую вести хозяйственную деятельность с достаточными размерами страховых запасов по основным видам оборотных средств;
- максимально необходимую сумму активов, позволяющую приобрести в собственность все используемые основные средства, нематериальные активы и создать достаточные размеры страховых запасов по оборотным средствам.

При применении метода *аналогий* для установления потребности в инвестиционных ресурсах используют данные по предприятию-аналогу, которое подбирается с учетом его отраслевой принадлежности, региона размещения, размера, используемой технологии и пр.

Метод *удельной капиталоемкости* самый простой, однако дает наименее точные результаты расчетов. В его основе лежит показатель капиталоемкости продукции, который определяет размер капитала, используемого на единицу произведенной (или реализованной) продукции. Обычно для расчетов берется среднеотраслевой показатель капиталоемкости продукции либо показатель капиталоемкости продукции на действующих предприятиях-аналогах.

Общая потребность в инвестиционных ресурсах для создания нового предприятия (ИР) определяется по формуле

$$\text{ИР} = \text{К} \times \text{О} \times \text{Е},$$

где К — показатель капиталоемкости продукции;

О — планируемый среднегодовой объем производства продукции;

Е — единовременные затраты капитала, связанные с созданием нового предприятия.

Схема финансирования инвестиционного проекта определяет состав инвесторов, объем и структуру необходимых инвестиционных ресурсов, интенсивность входящего денежного потока по отдельным этапам реализации проекта и ряд других показателей управления проектом.

Обычно рассматривается пять основных схем финансирования инвестиционных проектов:

- 1) полное самофинансирование;
- 2) акционирование;
- 3) венчурное финансирование;

- 4) кредитование;
- 5) смешанное (долевое) финансирование.

Полное самофинансирование характерно либо для первого этапа жизненного цикла предприятия, когда его доступ к заемным источникам капитала затруднен, либо для реализации небольших реальных проектов.

Акционирование используется обычно для реализации крупномасштабных реальных инвестиционных проектов при отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности.

Венчурное финансирование заключается в предоставлении определенной суммы капитала отдельными предприятиями для реализации инновационных реальных проектов повышенного риска в обмен на соответствующую долю в уставном фонде или определенный пакет акций. В отличие от акционирования этот метод финансирования осуществляется с помощью посредника (венчурной компании), который стоит между коллективными инвесторами и предпринимателем — инициатором проекта и получает только часть инвестиционной прибыли.

Кредитование применяется, как правило, для финансирования небольших, быстрореализуемых, краткосрочных инвестиционных проектов с высокой нормой рентабельности инвестиций.

Смешанное (долевое) финансирование предусматривает формирование капитала создаваемого предприятия за счет собственных и заемных средств. На первоначальном этапе функционирования предприятия доля собственного капитала обычно существенно превышает долю заемного.

При выборе схемы финансирования следует учитывать, что предприятие, использующее для инвестиционной деятельности только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал, так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка. Предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счет формирования дополнительного объема активов) и возможности прироста финансовой рентабельности, однако в большей мере подвержено финансовому риску и угрозе банкротства, воз-

растающим по мере увеличения доли заемных средств в структуре капитала.

На выбор конкретной схемы финансирования инвестиционного проекта оказывают влияние:

- организационно-правовая форма создаваемого предприятия — определяет формы привлечения собственного капитала либо путем непосредственного вложения средств инвесторами в уставный фонд создаваемого предприятия, либо с помощью выпуска и подписки на акции;

- отраслевые особенности операционной деятельности предприятия — определяют структуру активов предприятия, их ликвидность, различную продолжительность операционного цикла. Предприятия с высоким уровнем фондоемкости производства продукции в силу высокой доли внеоборотных активов имеют обычно низкий кредитный рейтинг и вынуждены ориентироваться на собственные инвестиционные ресурсы. Предприятия, имеющие небольшой период операционного цикла (период оборота капитала в днях), имеют большие возможности использования заемных инвестиционных ресурсов;

- размер предприятия — чем меньше предприятие, тем в большей степени может быть удовлетворена потребность в инвестиционных ресурсах за счет собственных источников;

- уровень налогообложения прибыли — низкие ставки налога на прибыль и налоговые льготы делают предпочтительным формирование инвестиционных ресурсов за счет собственных источников. При высокой ставке налогообложения прибыли существенно повышается эффективность привлечения капитала из заемных источников;

- стоимость капитала, привлекаемого из различных источников, — в целом эта стоимость ниже, чем стоимость собственного капитала. Однако в разрезе отдельных источников заемных ресурсов стоимость капитала заметно колеблется в зависимости от ожидаемого рейтинга кредитоспособности создаваемого предприятия, формы обеспечения кредита от других условий.

Обеспечение необходимого объема привлечения собственных и заемных инвестиционных ресурсов. Собственные инвестиционные ресурсы предприятия могут формироваться за счет внутренних и внешних источников. Основными планируемыми внутренними источниками являются суммы реинвестируемой чистой прибыли и амортизационных отчислений. В процессе планирования этих показателей

следует предусмотреть возможности их роста за счет различных резервов. Метод ускоренной амортизации увеличивает возможности формирования собственных инвестиционных ресурсов. Однако следует иметь в виду, что рост суммы амортизационных отчислений приводит к соответствующему уменьшению общей суммы прибыли и соответственно объема реинвестируемой ее части. Поэтому при изыскании резервов роста собственных ресурсов следует исходить из критерия максимизации совокупной суммы этих ресурсов.

Потребность в привлечении собственных ресурсов за счет внешних источников планируется за счет привлечения дополнительного паевого капитала, эмиссии акций. Объем этой потребности должен обеспечить ту часть инвестиционных ресурсов, которую не удалось сформировать за счет внутренних источников.

Объем привлечения заемных ресурсов определяется, во-первых, предельным эффектом финансового левириджа, и во-вторых, обеспечением достаточной финансовой устойчивости предприятия. С учетом этих требований предприятие устанавливает лимит использования заемных средств в своей инвестиционной деятельности. Основной задачей при определении необходимого объема привлечения инвестиционных ресурсов является минимизация цены источников при максимизации прибыльности использования капитала.

Оптимизация структуры источников формирования инвестиционных ресурсов является главной задачей стратегии формирования инвестиционных ресурсов.

Оптимальная структура представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорция между коэффициентом финансовой рентабельности (рентабельности собственного капитала) и коэффициентом финансовой устойчивости, т.е. максимизируется рыночная стоимость предприятия.

Процесс оптимизации структуры источников инвестиционных ресурсов включает:

- анализ капитала предприятия;
- оптимизацию структуры капитала по критерию:
 - максимизации уровня финансовой рентабельности (рентабельности собственного капитала),
 - минимизации его стоимости,
 - минимизации уровня финансовых рисков.

Анализ капитала предприятия имеет целью выявление тенденций динамики объема и состава капитала, а также определение их влияния на устойчивость и эффективность использования капитала.

Оптимизация структуры капитала *по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности* (рентабельности собственного капитала) достигается через механизм финансового левириджа.

Финансовый левиридж характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала. Фактор финансового левириджа возникает с появлением заемных средств в капитале предприятия, что позволяет получить дополнительную прибыль на собственный капитал. Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется эффектом финансового левириджа.

Расчет финансового левириджа производится с использованием:

- налогового корректора финансового левириджа;
- дифференциала финансового левириджа;
- коэффициента финансового левириджа.

Налоговый корректор практически не зависит от деятельности предприятия. Однако его воздействие можно повысить, воздействуя на отраслевую и региональную структуру производства, используя преимущества диверсификации, снизив среднюю ставку налогообложения прибыли.

Налоговый корректор (Н) рассчитывается по формуле

$$H = 1 - C,$$

где C — ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью.

Чем выше положительное значение дифференциала финансового левириджа, тем выше будет эффект самого финансового левириджа. Положительная величина дифференциала появляется только если уровень валовой прибыли, генерируемой активами предприятия, превышает средний размер процента за используемый кредит. Формирование отрицательного значения дифференциала всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала.

Дифференциал финансового левириджа (Д) определяется по формуле

$$D = (ВП : А) - ПК,$$

где $ВП$ — валовая прибыль;

$А$ — средняя стоимость активов;

ПК — средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала.

Коэффициент финансового левериджа изменяет положительный или отрицательный эффект, получаемый за счет дифференциала. При положительном значении дифференциала любой прирост коэффициента финансового левериджа будет вызывать еще больший прирост коэффициента рентабельности собственного капитала, а при отрицательном значении дифференциала прирост коэффициента финансового левериджа будет приводить к еще большему темпу снижения коэффициента рентабельности.

Коэффициент финансового левериджа (К) рассчитывается по формуле

$$K = ЗК : СК,$$

где ЗК — средняя сумма используемого предприятием заемного капитала;
СК — средняя сумма собственного капитала предприятия.

Для расчета эффекта финансового левериджа (ЭФЛ) используется формула

$$\text{ЭФЛ} = Н \times Д \times К.$$

Оптимизация структуры капитала *по критерию минимизации его стоимости* достигается с помощью оценки стоимости собственного и заемного капитала при разных условиях его привлечения и многовариантных расчетах средневзвешенной цены капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала (ССК) определяется как среднеарифметическая взвешенная величина стоимости отдельных элементов капитала. В качестве весов каждого из элементов выступает его удельный вес в общей сумме капитала.

При оценке и прогнозировании средневзвешенной стоимости капитала на предприятии должны учитываться:

- структура капитала по источникам его формирования;
- продолжительность использования привлекаемого капитала;
- средняя ставка ссудного процента;
- уровень ставки налогообложения прибыли;
- дивидендная политика предприятия;
- стадия жизненного цикла предприятия;
- доступность различных источников, определяющая финансовую гибкость предприятия.

Показатели стоимости отдельных элементов и ССК используются для принятия управленческих решений. Так, показатель средневзвешенной стоимости капитала:

- является важнейшим измерителем уровня рыночной стоимости предприятия. Снижение ССК влечет за собой возрастание средневзвешенной стоимости предприятия, и наоборот;

- служит мерой оценки достаточности формирования прибыли предприятия. Так как ССК характеризует ту часть прибыли, которая должна быть уплачена собственникам (инвесторам) или кредиторам за использование капитала, этот показатель выступает минимальной нормой (нижней границей) при планировании размеров прибыли предприятия. Чем больше разрыв между уровнем рентабельности и уровнем ССК, тем выше внутренний финансовый потенциал развития предприятия;

- выступает критериальным показателем принятия управленческих решений в сфере реального инвестирования. Если внутренний уровень доходности инвестиционного проекта ниже уровня предельной средневзвешенной стоимости капитала, такой проект должен быть отвергнут как не обеспечивающий рост капитала в результате своей реализации;

- служит критерием принятия управленческих решений в сфере финансового инвестирования, позволяет оценить уровень доходности отдельных финансовых инструментов и подобрать наиболее эффективные виды инвестиций для формируемого портфеля, а также служит мерой оценки приемлемости уровня доходности сформированного инвестиционного портфеля;

- выступает критерием принятия управленческих решений относительно использования аренды (лизинга) производственных основных фондов. Если стоимость обслуживания финансового лизинга превышает уровень ССК, использование лизинга не выгодно, так как ведет к снижению рыночной стоимости предприятия;

- позволяет оценить степень риска хозяйственной деятельности предприятия. В условиях высокого уровня риска инвесторы и кредиторы требуют обеспечения повышенной нормы доходности на предоставляемый капитал, что ведет к возрастанию уровня ССК;

- используется предприятием как норма процентной ставки в процессе наращивания или дисконтирования стоимости денежных потоков.

Обеспечение эффективного формирования инвестиционного капитала предприятия требует оценки его предельной стоимости — уровня стоимости каждой новой его единицы, дополнительно привлекаемой предприятием. По мере развития предприятия и привлечения им все большего объема нового капитала, показатель предельной стоимости постоянно возрастает. Одновременно это приводит и к росту средневзвешенной стоимости дополнительно привлекаемого капитала предприятия.

С целью оптимизации структуры капитала *по критерию минимизации уровня финансовых рисков* собственники предприятия или менеджеры осуществляют дифференцированный выбор источников финансирования для различных видов активов (постоянных, переменных оборотных активов и внеоборотных активов) в зависимости от отношения к финансовым рискам.

Контрольные вопросы и задания

1. Дайте понятие инвестиционной стратегии предприятия.
2. Назовите и охарактеризуйте основные объекты стратегического управления предприятием.
3. Перечислите важнейшие принципы разработки инвестиционной стратегии предприятия.
4. Охарактеризуйте взаимосвязь операционной и инвестиционной стратегий предприятия.
5. Назовите этапы разработки инвестиционной стратегии предприятия.
6. Дайте понятие инвестиционной политики предприятия.
7. Чем инвестиционная политика отличается от инвестиционной стратегии?
8. Дайте понятие стратегических целей инвестиционной деятельности.
9. Охарактеризуйте главную, основные и вспомогательные стратегические цели инвестиционной деятельности. Приведите пример.
10. Какие факторы оказывают влияние на формирование целевых стратегических нормативов инвестиционной деятельности?
11. Опишите дифференциацию стратегических целей инвестиционной деятельности во взаимосвязи с фазами жизненного цикла предприятия.

12. Охарактеризуйте особенности процесса разработки стратегических направлений инвестиционной деятельности.
13. Каковы этапы разработки стратегии формирования инвестиционных ресурсов?
14. Определите сущность методов определения потребности в инвестиционных ресурсах.
15. Как проводится процедура оптимизации структуры источников инвестиционных ресурсов на предприятии?
16. В чем состоит эффект финансового левириджа и какое значение он имеет в процедуре оптимизации структуры источников?
17. Охарактеризуйте роль и значение показателя средневзвешенной стоимости капитала в обосновании стратегических управленческих решений на предприятии.

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ

4.1. Понятие и формы инвестиционного планирования

Планирование инвестиций является сердцевиной управления инвестиционной деятельностью предприятия. Все инвестиционные решения по осуществлению реальных инвестиционных проектов и программ, вложению денежных средств в финансовые активы, а также решения по их финансированию объективно взаимосвязаны, а значит, их нельзя принимать порознь и нужно использовать инструменты планирования для связи этих решений.

В новых условиях хозяйствования значение инвестиционного планирования возрастает. В ходе планирования выбирается направление бизнеса, вырабатываются планы финансирования, производства, маркетинговой политики, исследований и т.д. Все инвестиционные мероприятия и их последствия должны быть заранее просчитаны во избежание отрицательных финансовых последствий. Планирование способствует постановке совершенно конкретных целей, которые служат способом мотивации инвестиционной деятельности и позволяют установить критерии оценки результатов деятельности предприятия.

В условиях свободного предпринимательства планирование становится сугубо внутрифирменным мероприятием, и предприятия в той или иной степени уделяют внимание как анализу деятельности, так и прогнозированию. Однако серьезная проблема заключается в нестабильности и непредсказуемости, резких изменениях и излишней политизированности, столь характерных для российской экономики. Данные предпосылки значительно затрудняют точные долгосрочные прогнозы и планирование деятельности.

Инвестиционное планирование — процесс разработки системы планов, плановых (нормативных) заданий и показателей, обеспечивающих развитие предприятия с использованием необходимых инвестиционных ресурсов и способствующих повышению эффективности его инвестиционной деятельности.

В процессе инвестиционного планирования существует тесная зависимость между определением общего стратегического направления инвестиционного развития предприятия и тактическим планированием. Инвестиционное планирование на предприятии состоит из трех важнейших этапов:

- 1) прогнозирование инвестиционной деятельности;
- 2) текущее планирование инвестиционной деятельности;
- 3) оперативное планирование инвестиционной деятельности.

Стратегическое планирование имеет самое непосредственное отношение к принятию инвестиционных решений в целях осуществления инвестиционной деятельности и как деятельность, направленная на видение будущего предприятия, должно обеспечить согласование долгосрочных целей предприятия и использование ресурсов. В стратегическом планировании участвует высшее руководство предприятия, которое определяет концепцию развития, главные и основные цели предприятия, стратегию развития на предстоящий перспективный период (5—10 лет).

Прогнозирование, как элемент планирования, сосредоточено на наиболее серьезных, стратегически важных, перспективных направлениях и формах инвестиционной деятельности. Прогнозирование инвестиционной деятельности связано с разработкой общей инвестиционной стратегии и инвестиционной политики предприятия.

Разработка инвестиционной стратегии предприятия базируется на концепции стратегического управления, которая широко стала внедряться с начала 70-х гг. прошлого столетия в США и Западной Европе. Основа стратегического управления — стратегическое планирование. Нечто подобное использовалось и успешно развивалось в СССР в форме долгосрочного планирования. Однако если традиционное долгосрочное планирование основано на концепции экстраполяции сложившихся тенденций развития, то стратегическое планирование учитывает еще и систему возможностей и опасностей развития предприятия, которые способны изменить сложившиеся тенденции развития, а также выявляет наиболее вероятные события и результаты и определяет наиболее оптимальные варианты действий.

Поиск направлений и приемлемых условий, обеспечивающих успешное исполнение стратегических планов, конкретизация специфических целей и численно измеримых показателей, объективно отражающих ожидаемые результаты деятельности, заставляют руководство и менеджеров предприятия осуществлять тактическое планиро-

вание. Его основными целями являются постановка задач для отдельных подразделений, делегирование полномочий и разработка текущих планов.

Текущее планирование осуществляется во взаимосвязи с процессом планирования операционной и финансовой деятельности предприятия, рассчитано, как правило, на период до одного года и позволяет:

- определить все формы инвестиционной деятельности предприятия и источники ее финансирования;
- сформировать структуру доходов и затрат предприятия;
- обеспечить финансовую устойчивость и постоянную платежеспособность предприятия;
- предопределить прирост и структуру активов предприятия на конец планируемого периода.

На предприятии разрабатывается несколько видов текущих инвестиционных планов. Основу составляет *план общего объема инвестиционной деятельности* в разрезе отдельных форм реального и финансового инвестирования. Главная цель этого плана — обеспечение простого и расширенного воспроизводства выбывающих основных фондов и нематериальных активов, а также рост финансовых активов предприятия.

План доходов и расходов по инвестиционной деятельности отражает все затраты, связанные с реальными инвестициями и приростом объема долгосрочных финансовых вложений. Этот план определяет объем потребностей в финансовых ресурсах для реализации намеченных инвестиционных проектов и программ, а также возможных поступлений этих ресурсов в процессе осуществления инвестиционной деятельности.

План поступления и расходования денежных средств в процессе осуществления инвестиционной деятельности характеризует результаты прогнозирования денежных потоков от инвестиционной деятельности и обеспечивает четкую взаимосвязь показателей поступления денежных средств, их расходования в плановом периоде и суммы чистого денежного потока по инвестиционной деятельности на конец периода. Целью разработки плана является обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на всем протяжении планового периода.

Балансовый план отражает результаты прогнозирования состава активов и структуры использования финансовых средств предприя-

тия. Он определяет необходимый прирост отдельных видов активов, обеспечивает их внутреннюю сбалансированность и способствует формированию оптимальной структуры капитала, что обеспечивает достаточную финансовую устойчивость предприятия. При разработке балансового плана используют укрупненную схему статей баланса предприятия.

Оперативное планирование инвестиционной деятельности рассматривается как совокупность мероприятий по эффективному размещению финансовых ресурсов среди альтернативных вариантов инвестирования.

Основные задачи оперативного планирования состоят в распределении и эффективном размещении финансовых ресурсов с целью реализации намеченной стратегии, в разработке согласованных и скоординированных бюджетов, а также контроле над качеством их исполнения. Горизонт планирования при этом не превышает 12 мес.

В процессе оперативного планирования разрабатывается инвестиционный бюджет предприятия. Он отражает объем и состав всех расходов, связанных с инвестиционной деятельностью, обеспечивает покрытие этих расходов инвестиционными ресурсами из различных источников и определяет объемы финансирования, необходимого для реализации конкретных форм и вариантов инвестирования на предприятии. Инвестиционный бюджет предприятия всегда детализирует показатели текущих инвестиционных планов и разрабатывается в рамках одного календарного года с разбивкой по месяцам и (или) кварталам.

Инвестиционный бюджет не следует путать с бюджетом инвестиционного проекта. Бюджет инвестиционного проекта представляет собой финансовый план (смету), в котором детально представлены все притоки и оттоки денежных средств на протяжении всего жизненного цикла инвестиционного проекта. Особое место в содержании бюджета занимает информация о начальных инвестициях в проект.

На предприятии могут разрабатываться различные бюджеты. Их виды определяются различными классификационными признаками (табл. 3).

По видам инвестиционной деятельности предприятия составляют: бюджеты реального и финансового инвестирования, бюджеты инвестиционной деятельности в целом.

Таблица 3

Классификация бюджетов

Признак	Бюджет
Вид инвестиционной деятельности	Реального инвестирования
	Финансового инвестирования
	Инвестиционной деятельности в целом
Вид затрат	Текущий
	Капитальный
Широта номенклатуры затрат	Функциональный
	Комплексный
Метод разработки	Стабильный
	Гибкий

По видам затрат бюджеты делятся на текущие и капитальные. *Текущий* бюджет представляет собой план доходов и расходов предприятия и состоит из текущих расходов (издержки производства и обращения) и текущих доходов (в основном за счет доходов от реализации имущества). *Капитальный* бюджет — это оперативный план капитальных затрат и источников поступления средств.

По широте номенклатуры затрат могут разрабатываться функциональные и комплексные бюджеты. *Функциональные* бюджеты разрабатываются по отдельным статьям затрат (например, бюджет оплаты труда работников, бюджет рекламных мероприятий и т.п.), *комплексные* — по широкой номенклатуре затрат (например, бюджет реализации реального инвестиционного проекта).

По методам разработки различают стабильный и гибкий бюджеты. *Стабильный* бюджет не меняется от изменения объемов инвестиционной деятельности (например, бюджет расходов по проектированию объектов). *Гибкий* бюджет предусматривает планирование затрат (текущих или капитальных) в виде норматива расходов, привязанных к объемным показателям деятельности предприятия (например, к объему строительно-монтажных работ).

В ходе использования планов, подготовленных для краткосрочного периода времени (год, квартал или месяц), к концу текущего

бюджетного периода происходит определенный разрыв между детально запланированной деятельностью и едва обозначенными направлениями развития предприятия. В результате требуется заново проводить большой объем работы по составлению нового бюджета на очередной календарный плановый период. На практике альтернативой данному подходу являются так называемые *непрерывные бюджеты*, или бюджеты с относительно непрерывным временным горизонтом планирования. В процессе подготовки такого бюджета необходимо по завершении каждого отчетного года присоединение дополнительного периода. За счет поступающей информации о тенденциях изменения базовых переменных (относительно внешних и внутренних условий бизнеса) постоянно корректируются плановые задания и объемы инвестиций. Процесс планирования становится постоянным и опирается на задания текущего года в пределах полностью сформированного инвестиционного бюджета. Непрерывный бюджет улучшает предсказуемость и обеспечивает повышение эффективности использования инвестиционных ресурсов предприятия.

Особой формой оперативного планирования инвестиционной деятельности является *платежный календарь*. Он разрабатывается как по предприятию в целом, детализируя текущий план поступления и расходования средств по инвестиционной деятельности, так и по отдельным видам движения денежных средств (налоговый платежный календарь по инвестиционной деятельности; платежный календарь по расчетам с поставщиками и т.п.).

Платежный календарь обычно составляется на планируемый месяц, с разбивкой заданий по декадам, неделям и дням. Он состоит из графика расходования денежных средств (предстоящих платежей) и графика поступления денежных средств. График расходования денежных средств отражает сроки и суммы платежей предприятия в плановом периоде по всем видам его финансовых обязательств. График поступления денежных средств разрабатывается по тем видам движения средств, по которым имеется их возвратный поток, и тем самым фиксирует сроки и суммы предстоящих платежей в пользу предприятия.

4.2. Инвестиционное бизнес-планирование

В современных условиях основу инвестиционной деятельности большинства предприятий составляет реальное инвестирование. Поэтому

и разработка, и реализация инвестиционных планов связаны, прежде всего, с реальными инвестиционными проектами.

Инвестиционный проект представляет собой документ, определяющий и обосновывающий необходимость осуществления реального инвестирования, в котором содержатся основные характеристики проекта и финансовые показатели, связанные с его реализацией.

Выделяются три основных направления реальных инвестиционных проектов, которые связаны с капитальным инвестированием (или капитальными вложениями), инновационным инвестированием в нематериальные активы и инвестированием прироста оборотных средств.

Наибольшую долю занимают проекты, реализуемые путем различных форм капитальных вложений. К ним относятся: новое строительство, расширение, реконструкция и техническое перевооружение предприятий, а также приобретение целостных имущественных комплексов.

Инновационное инвестирование в нематериальные активы осуществляется путем либо разработки новой, либо приобретения готовой научно-технической продукции и других прав (приобретение патентов на научные открытия, изобретения, промышленные образцы и товарные знаки; приобретение ноу-хау и т.п.).

Инвестирование прироста оборотных активов обусловлено необходимостью обеспечения возможности выпуска дополнительного объема продукции при расширении производственного потенциала предприятия соответствующими материальными оборотными активами (запасами сырья, материалов, полуфабрикатов, малоценных и быстроизнашивающихся предметов и т.п.).

На предприятии подготовка к реализации инвестиционных проектов, связанных с инновационным инвестированием в нематериальные активы и инвестированием прироста оборотных активов, не требующих высоких инвестиционных затрат, как правило, носит форму внутреннего служебного документа (например, докладной записки), в котором содержатся сведения, обосновывающие необходимость осуществления проекта, его объектную направленность, потребный объем инвестиционных ресурсов, а также экономическую эффективность.

Осуществление инвестиционных проектов, связанных с капитальными вложениями, требует серьезной предварительной проработки, так как связано с большим объемом инвестиционных ресурсов, привлекаемых как из внутренних, так и внешних источников финанси-

рования. Собственники и менеджеры предприятия, а также инвесторы и кредиторы должны иметь четкое представление о стратегической концепции проекта, его масштабах, важнейших показателях маркетинговой, экономической и финансовой эффективности, объеме необходимых инвестиционных затрат, сроках их возврата и т.п. Для принятия решения по проекту участникам его реализации целесообразно иметь компактный документ, в котором были бы отражены основные, достаточные для принятия инвестиционного решения данные. Таким документом служит бизнес-план инвестиционного проекта.

Бизнес-план инвестиционного проекта — форма представления инвестиционного проекта, составляемая, как правило, на стадиях предварительного технико-экономического обоснования и содержащая основные сведения об условиях инвестирования, целях и масштабе проекта, объеме и номенклатуре намечаемой к производству продукции, потребных ресурсах, а также конкретную программу действий по осуществлению проекта, возможные экономические и финансовые результаты. Бизнес-план представляет собой документ, в котором обосновывается концепция реального инвестиционного проекта, предназначенного для реализации, и приводятся основные его характеристики.

Основное назначение и задача бизнес-плана состоит в том, чтобы дать целостную системную оценку условиям, перспективам, экономическим и социальным результатам реализации инвестиционного проекта. Бизнес-план необходим:

- инвестору — для определения экономической целесообразности вложения инвестиций;
- органу управления реализацией инвестиционного проекта — для выработки программы действий и руководства в процессе реализации;
- кредиторам — для принятия решений по кредитованию проекта исходя из эффективности проекта и возможности возврата кредита;
- органам государственного управления — для регулирования и контроля экономических отношений по линии бюджетного финансирования проекта, льготного кредитования.

Основное требование, предъявляемое к бизнес-плану инвестиционного проекта, — обеспечение полноты содержащейся в нем информации. При этом все материалы, расчетные показатели и прочие данные должны быть достоверными.

Важнейшими принципами составления бизнес-плана инвестиционного проекта являются:

- объективность и надежность входной и выходной информации;
- необходимость и достаточность параметров выходных и промежуточных данных для принятия обоснованных решений по проекту на всех фазах и циклах его реализации;
- комплексность и системность рассмотрения влияния всех факторов и условий на ход и результаты осуществления инвестиционного проекта;
- возможная краткость. Обычный бизнес-план не должен превышать 15—20 страниц, за исключением сложных сфер бизнеса (в частности венчурных проектов), где проект может достигать 40—50 страниц. Все обосновывающие материалы необходимо приводить в приложении, а в основном тексте должны содержаться только итоговые показатели и данные;
- выделение привлекательных и доказанных преимуществ проекта;
- отсутствие общих и неконкретных формулировок, приукрашиваний и искаженной интерпретации данных, влияющих на принятие решений по проекту.

Состав бизнес-плана и степень его детализации зависят от масштаба инвестиционного проекта и сферы бизнеса, к которой он относится. Кроме того, в зависимости от продвинутости проектов бизнес-планы на разных стадиях их осуществления, сохраняя свою структуру и разделы, могут отличаться глубиной проработки разделов и детализацией содержащихся в них данных, а их первоначальное содержание — развиваться и углубляться.

Структура бизнес-плана инвестиционного проекта жестко не регламентирована, однако подчинена четкой логике и носит унифицированный характер в большинстве стран с рыночной экономикой. Типовой бизнес-план состоит из следующих разделов:

- общие сведения, включая меморандум о конфиденциальности;
- краткая характеристика проекта (резюме);
- характеристика предприятия и отрасли;
- сущность инвестиционного проекта;
- оценка рынков сбыта и конкурентов;
- план маркетинга;
- инвестиционный план;

- производственный план;
- организационный план;
- финансовый план и показатели эффективности проекта;
- анализ рисков (анализ чувствительности);
- приложения.

Начинается бизнес-план с титульного листа, на котором указываются: наименование и адрес предприятия — инициатора проекта, название проекта, время разработки бизнес-плана.

Раздел *«Общие сведения»* содержит данные об основных реквизитах предприятия — инициатора инвестиционного проекта (включая адреса, телефоны, факсы, фамилию, имя и отчество руководителя предприятия и исполнителя проекта), его месторасположении, отраслевой принадлежности, сфере и организационно-правовой форме деятельности. Здесь же указываются общие и конкретные цели инвестиционного проекта, технико-экономический уровень намечаемых к производству продукции или услуг, их конкурентоспособность и возможность сбыта и продажи, общие параметры инвестиционных затрат и их окупаемости, другие основные данные, отражающие суть проекта и его результатов.

Меморандум конфиденциальности включается в общие сведения с целью предупреждения лиц, допускаемых к ознакомлению с бизнес-планом, о конфиденциальности содержащейся в нем информации.

Раздел *«Резюме»* является кратким отображением сути и возможных экономических, социальных и экологических результатов осуществления инвестиционного проекта с указанием его преимуществ, основанных на данных маркетинговых исследований. Оно в определенной степени должно отвечать требованиям рекламы инвестиционного проекта в целях привлечения инвесторов и кредитных средств для финансирования проекта и т.п. Основными составляющими раздела обычно являются:

- обоснованное изложение преимуществ объекта инвестирования в сравнении с достигнутым уровнем производства и качества выпускаемой продукции (услуг) на других предприятиях и производствах аналогичного направления и профиля, существующих или находящихся в стадии строительства, реконструкции, технического перевооружения;

- данные о потребности в финансовых и других ресурсах для реализации инвестиционного проекта;

- экономические, социальные, экологические и финансовые результаты, которые ожидается получить в результате реализации проекта (валовая и чистая прибыль, рентабельность капитала, срок окупаемости инвестиций, увеличение числа рабочих мест и улучшение качества трудовой жизни работающих, уменьшение вредных выбросов в воздушный и водный бассейны и т.д.);

- данные об объемах намечаемой к выпуску продукции (услуг), объемах продаж, затратах на производство, сбыт и т.п.

Резюме может содержать и другие важные итоговые характеристики и показатели инвестиционного проекта, а также сведения, относящиеся к организационному процессу его реализации. Резюме составляется в последнюю очередь, после разработки всех остальных разделов бизнес-плана и проведения всех необходимых обоснований и расчетов.

Раздел *«Характеристика предприятия и отрасли»* содержит характеристику текущего состояния дел в отрасли, сведения о тенденциях и прогнозах ее развития, определяет место и положение предприятия — инициатора инвестиционного проекта среди других предприятий отрасли. Конечная цель раздела состоит в раскрытии потребности в продукции (работах, услугах) на общем фоне развития отрасли и ее способности наполнить рынок.

Важно, чтобы в разделе были указаны потенциальные конкуренты на рынке намечаемой к выпуску продукции, отражены их сильные и слабые стороны; определено, на какого именно потребителя рассчитана намечаемая к производству продукция; отражена динамика продаж в отрасли, факты и возможности появления новых видов или аналогов продукции.

Данный раздел содержит:

- анализ текущего состояния и перспектив развития производства намечаемой к выпуску продукции в отрасли;

- данные об объемах производства, реализации продукции (услуг) в отрасли, доле намечаемого объема производства в общем объеме производства в отрасли;

- географическое положение и состояние отраслевого рынка (включая перечень и характеристику потенциальных покупателей, их возможностей, фактический объем продаж, объем неудовлетворенного спроса, тенденции развития рынка).

«Сущность инвестиционного проекта» — один из ключевых разделов, отражающий основные идеи проекта, его достоинства, условия

осуществимости, возможные результаты реализации, характер и объем производства продукции (услуг), ее конкурентоспособность на внутреннем и внешнем рынках.

Данный раздел включает:

- описание продукции (работ, услуг), подлежащей производству и реализации в результате осуществления инвестиционного проекта, ее функциональное назначение, свойства, технологичность в производстве, универсальность, соответствие стандартам, стоимость и др.;
- изложение следующих стадий развития проекта — идея, эскизный проект, рабочий проект, опытная партия продукции, серийное производство, организация гарантийного и послегарантийного обслуживания; данные об условиях экспорта продукции, включающие оценку ее конкурентоспособности на внешнем рынке, цен реализации по данным маркетинга, патентной чистоте, а также решения по организации сбыта, созданию дилерской сети и т.д.;
- изложение отличий наметаемой к выпуску продукции (услуг) от аналогичной отечественной и импортной;
- аргументацию, обосновывающую успешное осуществление инвестиционного проекта.

«Оценка рынков сбыта и конкурентов». В бизнес-плане оценка производится в последовательности: изучение и характеристика рынка — сегментирование рынка — определение потенциальных покупателей — оценка уровней продаж — определение возможностей и путей продвижения продукции — определение прогрессивных форм реализации — определение сети дилеров и посредников в реализации продукции — определение сети гарантийного и послегарантийного обслуживания.

При изучении рынков сбыта продукции их обычно делят на три вида: рынки, на которых потребители не знают о продукции и ее свойствах в сравнении с аналогичной продукцией; рынки, на которых потенциальные покупатели знают о продукции, но не покупают ее, а покупают продукцию фирм-конкурентов; рынки, на которых приобретают наметаемую к выпуску продукцию. На основе изучения и оценки состояния указанных рынков определяются ниша предприятия — инициатора проекта, емкость рынка, возможный объем сбыта, предполагаемые цены продажи продукции.

В данном разделе необходимо оценить потенциальные возможности каждого конкурента на рынке и определить, имеет ли преимущества

планируемая к выпуску продукция по сравнению с конкурентами. По каждому виду намечаемой к выпуску продукции в рамках оценки ее конкурентоспособности в бизнес-плане отражаются:

- качество, технико-экономические показатели продукции, престиж торговой марки, уровень послепродажного обслуживания, уровень упаковки, гарантийный срок службы, уникальность, многоплановость использования, надежность, патентная чистота;
- цена реализации продукции, скидки с цены при различных условиях поставки, формы платежей за нее, в том числе на условиях кредита, лизинга и т.д.;
- форма сбыта (прямая доставка, через торговых представителей, оптовых посредников, дилеров и др.), система доставки и складирования;
- система продвижения продукции на рынки (прямая продажа производителем, демонстрационная торговля, показ образцов на выставках и ярмарках, стимулирование покупателей и т.д.);
- система продвижения продукции по каналам сбыта (продажа на конкурсной основе, стимулирование посредников ценами и условиями продаж, телевизионный маркетинг, реклама через средства массовой и производственной информации).

Кроме того, раздел оценки рынков сбыта и конкурентов содержит сведения:

- об основных потребителях (покупателях) намечаемой к выпуску продукции;
- объеме и ценах продаж, перспективах расширения и сбыта продукции;
- размерах, уровне и тенденциях развития рынков сбыта с отражением трудности проникновения на рынки;
- путях выхода на внешние рынки, экспортном потенциале или его увеличении в связи с реализацией инвестиционного проекта;
- стратегии сбыта, продвижения продукции на рынки, включая расчет и обоснование цен реализации и ценовой политики, организацию рекламы, сервисного обслуживания, мер по стимулированию сбыта;
- потенциальных и действующих конкурентах, их доле на рынках, финансовом положении, уровне применяемой ими технологии, имидже и авторитете.

Раздел *«План маркетинга»* тесно связан с предыдущим разделом бизнес-плана и поэтому иногда их объединяют. План маркетин-

га составляют с целью обоснования объема, метода, цены продажи продукции и определения рекламной политики. Маркетинговая стратегия управления производством — это комплексная система организации и управления производственно-хозяйственной деятельностью, основанная на изучении состояния и перспектив развития рынков и представляющая собой совокупность функций и мер по разработке новой продукции с новыми свойствами, ее производству в соответствии с потребностями и емкостью рынка, обеспечению допустимого или желаемого уровня себестоимости, установлению цен на продукцию, организации ее сбыта на основе всестороннего изучения спроса и предложений. Маркетинговая стратегия ориентирует товаропроизводителя на выпуск такой продукции (услуг), которая бы пользовалась постоянным спросом на рынке и производство которой обеспечивало бы устраивающую товаропроизводителя норму прибыли на вкладываемый в проект капитал. Эта задача решается и в рамках обоснований инвестиционных проектов. Более частными задачами маркетинга, проводимого в рамках осуществления инвестиционных проектов, являются: оценка состояния рынков планируемой к выпуску продукции; определение возможностей, условий и путей проникновения и завоевания соответствующих сегментов рынка, вытеснения конкурентов; минимизация риска инвестиционных вложений.

При осуществлении инвестиционных проектов исследуются не только рынки намечаемой к выпуску продукции, но и рынки инвестиционных ресурсов, рынки потребляемого для ее производства сырья, комплектующих изделий и др.

План маркетинга включает в себя:

- описание рынков, их основных сегментов;
 - перечень потребителей продукции, основных конкурирующих фирм;
 - анализ возможных осложнений при сбыте продукции из-за конкуренции, действия по их устранению (обеспечение конкурентного преимущества);
 - определение стратегии маркетинга — программы деятельности по всем направлениям и позициям маркетинговых исследований, по целевым рынкам;
 - меры по контролю маркетинговых исследований.
- В плане маркетинга прорабатываются и вопросы ценообразования:
- какие цены на продукцию установить исходя из рыночной конъюнктуры;

- обеспечат ли эти цены возмещение издержек производства и получение требуемой нормы рентабельности на вложенный капитал;
- в какой мере устанавливаемые цены отражают спрос на продукцию и конкуренцию на рынке;
- какие возможные меры необходимо предпринять в случае, если конкуренты снизят свои цены;
- какой должна быть общая ценовая стратегия и т.п.

В плане маркетинга важно также разработать схемы и формы сбыта продукции (со склада производителя, с промежуточных территориальных складов и баз, через посредников, оптом, в розницу), определить вид применяемого транспорта, емкость складов, требуемые запасы на складах в зависимости от вида транспорта, методы стимулирования продаж, организацию предпродажного и послепродажного обслуживания и др.

В общем виде план маркетинга содержит:

- мероприятия по максимальному удовлетворению требований потребителей продукции в процессе осуществления инвестиционного проекта;
- оценку возможности просчетов и ошибок и их «стоимости» при различных прогнозируемых вариантах осуществления проекта;
- данные, характеризующие маркетинговую среду реализации проекта, и данные о возможных маркетинговых посредниках;
- мероприятия по организации рекламы и данные о затратах на нее;
- перечень конкретных покупателей продукции;
- методы стимулирования продаж;
- мероприятия по организации предпродажной подготовки и послепродажного обслуживания.

Раздел *«Инвестиционный план»* содержит план реализации важнейших этапов осуществления инвестиционного проекта во времени от начала его реализации до выпуска продукции и вывода предприятия на проектную мощность, а в необходимых случаях — до момента ликвидации производства. В этот раздел входят:

- перечень этапов инвестиционной фазы осуществления инвестиционного проекта;
- сведения о сроках проведения работ по этапам, в том числе об отводе или аренде земельного участка, проведении изыскательских и проектных работ, выполнении строительных, монтажных, пусконаладочных работ;

- перечень требуемого оборудования, технологической оснастки, инструмента, специальных материалов, сроки их приобретения и поставки;
- программа работ по подготовке кадров;
- прогнозируемые затраты по инвестиционной фазе;
- план вывода предприятия, производства на проектную (расчетную) мощность;
- информация о потенциальных источниках и условиях привлечения капиталов.

Основная цель раздела *«Производственный план»* состоит в описании обеспеченности инвестиционного проекта с производственной и технологической стороны, что подтверждает реальность производства продукции в нужном количестве, в планируемые сроки и соответствующего качества.

Производственный план (по объему продукции и смете затрат) составляется на основе плана сбыта продукции, расчета производственных мощностей предприятия, а также расчетных данных издержек производства, производственных запасов сырья и готовой продукции.

Как правило, производственный план содержит информацию:

- об основных требованиях к технологии и организации производственного процесса;
- применяемой технике и технологии производства продукции (описывается, какая техника и технология планируются к применению, их доступность для использования на данном объекте инвестирования, определяется необходимость и размеры затрат на приобретение новых технологий, патентов, лицензий на право производства продукции по ним);
- объеме производства и производственной базе (расчетах производственной или проектной мощности по годам, объемах выпуска продукции, обеспеченности для этого имеющимся в наличии оборудованием, возможностях увеличения выпуска продукции);
- потребности в сырье, материалах и энергии (указываются объемы потребности в сырье, материалах, комплектующих изделиях, топливе и энергии всех видов, по временным периодам осуществления инвестиционного проекта и их расчетная стоимость);
- обеспечении выпуска и прогнозируемых затратах на производство продукции, услуг (дается принципиальная схема обеспечения

производства ресурсами, источники их получения в разрезе поставщиков и во времени, приводятся перспективные мероприятия по совершенствованию продукции, улучшению ее качества и свойств, техники, технологии и организации производства);

- трудовых ресурсах (приводятся данные о наличии и потребности в рабочих кадрах, источники и формы привлечения их, подготовка и повышение квалификации работающих, затраты на обучение и подготовку кадров);

- издержках производства (даются расчеты постоянных и переменных издержек, с распределением по статьям, включаемым в эти издержки; приводятся обосновывающие расчеты с указанием примененных норм затрат и цен потребляемых ресурсов);

- экологической безопасности (излагаются мероприятия по обеспечению сохранности окружающей среды, отражаются затраты на их осуществление и их эффективность).

При составлении производственного плана используется достаточно обширная исходная информация, от качества, достоверности и полноты которой зависят качество и обоснованность показателей эффективности инвестиционного проекта в целом. К такой информации относятся:

- структура и объем производственного аппарата, планируемого к использованию в рамках реализации проекта;

- номенклатура и объем производства продукции, услуг;

- технология производства продукции;

- организация производственных процессов в пространстве и времени;

- показатели трудоемкости выполнения операций и тарифы по оплате труда рабочих основного производства;

- нормы загрузки и производительности оборудования;

- объем и характеристики используемого сырья, материалов, комплектующих изделий, в том числе их стоимость;

- потребное количество энергии, пара, топлива, сжатого воздуха и т.д. и стоимость единицы их потребления;

- перечень услуг сторонних организаций, необходимых для производства и сбыта продукции;

- объем внутренних и внешних перевозок по всем видам грузов и транспорта, тарифы транспортных перевозок и др.

Производственный план необходим не только товаропроизводителю, но и другим участникам инвестиционного проекта. Данные

плана являются важной составляющей обоснования надежности и эффективности проекта, а значит, влияют на решения потенциальных инвесторов, кредитующих организаций и т.д. Производственный план изучают также эксперты при проведении экономической и экологической экспертизы инвестиционных проектов.

Раздел *«Организационный план»* представляет собой описание принятой концепции, формы и структуры управления реализацией инвестиционного проекта. Центральное место в данном разделе бизнес-плана занимает принятая организационная структура управления реализацией проекта. В ней должны быть четко определены: формы, функции и задачи служб и отделов; формы и порядок взаимодействия исполнителей; порядок координации, учета и контроля работ по реализации проекта; обязанности и ответственность отделов, служб и отдельных исполнителей. Очень важно определить круг лиц, наделенных правами принимать соответствующие решения по необходимому кругу вопросов на различных этапах и участках реализации проекта.

В данном разделе бизнес-плана отражается потребность в руководителях и специалистах для реализации инвестиционного проекта; требования, предъявляемые к ним по профилю и опыту деятельности, специальности и квалификации; условия принятия на работу, а также порядок и система оплаты труда руководителей и специалистов, их аттестации, организации повышения квалификации; условия премирования, участия в распределении прибыли; другие формы материального и морального поощрения эффективной работы.

Организационный план обычно состоит из следующих подразделов:

- организационная структура управления проектом (структурная схема, состав подразделений и их функции, организация взаимосвязи и координации, распределение обязанностей между отделами и исполнителями);
- требования к управленческому персоналу и сведения о нем (по специальностям, возрасту, стажу работы, образованию, владению акциями предприятия и т.д.);
- система материального стимулирования и поощрения руководителей и специалистов.

Одна из основных задач, которая решается организационным планом, — планирование работ по осуществлению инвестиционного проекта.

«*Финансовый план*» — один из важнейших разделов бизнес-плана, так как является главным критерием принятия инвестиционного проекта к реализации.

Финансовый план необходим для контроля финансовой обеспеченности инвестиционного проекта на всех этапах его реализации и отражает предстоящие финансовые затраты, источники их покрытия и ожидаемые финансовые результаты, а также результаты расчетов, которые проводятся при его разработке в определенной последовательности.

На первом этапе расчетов, исходя из сметной стоимости работ, составляется *график потока инвестиций*, связанных со строительством (расширением, реконструкцией, техническим перевооружением) объекта и вводом его в эксплуатацию. В этом графике в составе инвестиций, связанных с вводом в действие основных фондов, учитываются не только прямые затраты по смете, но и накладные расходы подрядчика и инвестора, а также отражается потребный объем инвестиций в оборотные активы и создание необходимых резервных фондов. График составляется по годам реализации проекта, причем на первый год — в помесечном разрезе, на второй — в поквартальном, далее — в годовом.

На втором этапе расчетов обосновывается *план доходов и расходов*, связанных с эксплуатацией реализуемого инвестиционного проекта. Он содержит такие показатели хозяйственной деятельности эксплуатируемого проекта, как: валовой доход от реализации продукции (услуг), общий объем и состав основных текущих затрат; налоговые платежи; валовая и чистая прибыль; денежный поток. Этот расчет составляется так же, как и график потока инвестиций.

На третьем этапе расчетов определяется *точка безубыточности* (или *точка критического объема реализации*) по рассматриваемому инвестиционному проекту. Критический объем представляет собой уровень выручки, которая точно покрывает общие затраты и расходы по функционированию предприятия. Точка безубыточности показывает, при каком объеме продаж будет достигнута самоокупаемость хозяйственной деятельности объекта инвестирования на стадии его эксплуатации. Другими словами, в точке безубыточности достигается равновесие: если реализовывать больше этого уровня, то предприятие получает чистую прибыль, если же меньше — чистые потери.

Для расчета точки безубыточности (ТБ) используют формулу

$$ТБ = СПЗ : (ЧД - ПТЗ),$$

где СПЗ — сумма постоянных текущих затрат,

ЧД — уровень чистого дохода к объему продаж (%);
 ПТЗ — уровень переменных текущих затрат к объему продаж (%)

При расчете точки безубыточности объем производства приравнивается к объему реализации.

Сумма постоянных текущих затрат складывается из расходов по аренде и содержанию основных фондов; амортизации основных фондов; расходов на рекламу; других видов текущих затрат, сумма которых не изменяется при изменении объемов продажи или производства.

Сумма переменных текущих затрат складывается из расходов на сырье и материалы; транспортных расходов; расходов по уплате процентов за краткосрочный кредит; других видов текущих затрат, сумма которых изменяется пропорционально изменению объемов продажи или производства.

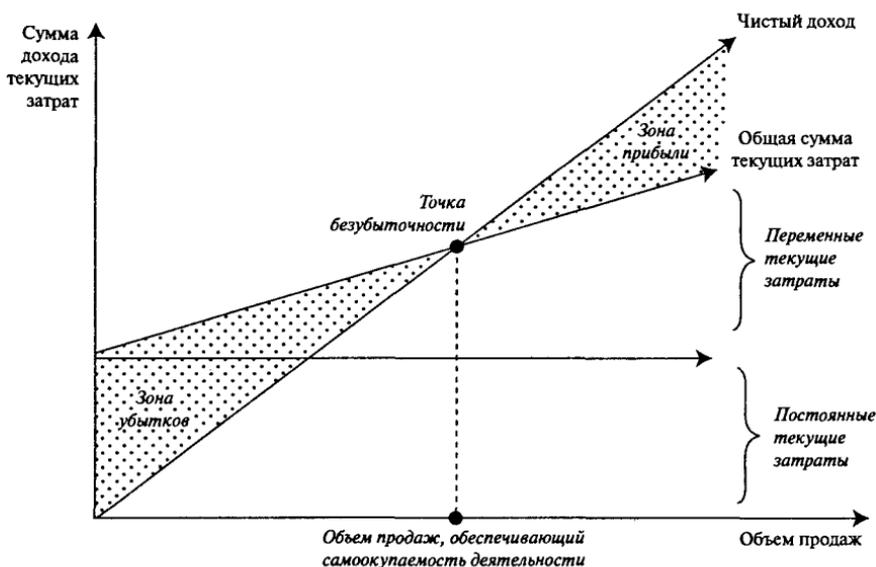


Рис. 1. Определение точки безубыточности

На четвертом этапе расчетов определяется *период окупаемости* инвестиций в проект.

На основе всех проведенных расчетов разрабатывается три документа:

- 1) план доходов и расходов;
- 2) план денежных поступлений и выплат (движения денежных средств);
- 3) план-баланс активов и пассивов.

План доходов и расходов содержит такие показатели, как: инвестиционные затраты, ожидаемый объем выручки, себестоимость реализованной продукции и услуг, эксплуатационные затраты, в том числе на управление, сбыт, аренду, рекламу, страхование имущества и рисков и т.д., сумма валовой и чистой прибыли, размер налоговых и других платежей.

План денежных поступлений и выплат составляется для прогноза сальдо реальных денег у инвестора по стадиям реализации инвестиционного проекта. Если окажется, что для какого-либо периода сальдо реальных денег имеет отрицательное значение, для этого периода необходимо взять финансовые средства в кредит. Если сальдо реальных денег положительное и составляет существенную сумму, возникает возможность использовать свободные финансовые средства (например, сделать депозитный вклад в банк на возможный срок).

Важным моментом в прогнозировании сальдо реальных денег является определение размера денежных поступлений и затрат (выплат) по временным периодам (месяцам, кварталам, годам). Иногда по вполне рентабельным инвестиционным проектам их инициаторы могут обанкротиться из-за того, что в определенный момент у них не окажется нужных денежных средств для расчетов по услугам и долгам. Если инвестор-предприниматель будет судить о своем успехе только по показателю прибыли, он также рискует просчитаться, так как деньги на балансе и банковском счете — это не то же, что прибыль. Прибыль — это разность между выручкой (включая дебиторскую задолженность) и произведенными затратами, т.е. потенциальные денежные средства. Сальдо (остаток) реальных денег — это накопленная разность между фактическим поступлением денежных средств и произведенными платежами, т.е. это фактические наличные суммы на расчетном счете в банке. Так, погашение долга инвестором не отражается в его инвестиционных затратах или издержках производства, но уменьшает сумму реальных денег. Начисленная сумма амортизации относится на издержки производства, увеличивает себестоимость продукции, снижает прибыль, но не оказывает влияния на сальдо реальных денег.

В *плане-балансе активов и пассивов* находят отражение все средства, вкладываемые инвестором в инвестиционный проект, и нераспределенная прибыль от его реализации. План-баланс составляется на основе данных плана доходов и расходов, плана денежных средств и характеризует стоимость собственного капитала, которая образуется как разность между ликвидными активами и пассивами (денежные средства, дебиторская задолженность, запасы готовой продукции, сырья, комплектующих, материалов и т.п.) и неликвидными (оборудование, амортизационные отчисления, кредиторская задолженность и т.п.).

Планы доходов и расходов, движения денежных средств и баланс активов и пассивов служат основой проведения анализа финансовых ресурсов, необходимых для реализации инвестиционного проекта и выработки схемы его финансирования.

Формы и методы финансирования проектов многообразны. Наиболее часто в практике используется самофинансирование. Самофинансирование не следует путать с самокупаемостью. Отличительной чертой самокупаемости является возможность предприятия уплачивать налоги в бюджетную систему и финансировать простое воспроизводство. При самофинансировании предприятие за счет чистой прибыли и амортизации обеспечивает возмещение затрат по расширенному воспроизводству основных фондов и реализации социальных программ трудового коллектива.

Обычно при реализации крупных инвестиционных проектов собственных источников их финансового обеспечения недостает. В связи с этим возникает потребность в займах. Размер и формы займов указываются в плане движения денежных средств (денежных поступлений и выплат). Формами заимствований могут быть:

- получение финансовых ресурсов путем выпуска акций;
- долговое финансирование (банковский кредит, ипотечные ссуды, размещение долговых обязательств);
- лизинговое финансирование, когда лизинговая компания приобретает у изготовителя объекты основных средств и сдает их инициатору инвестиционного проекта в пользование на правах лизинговой оплаты, в том числе с правом выкупа.

Под выбранную схему финансирования намечаются источники финансирования инвестиционной деятельности. При их определении

руководствуются принципами рациональной структуры, оптимизации соотношения собственных и заемных источников, соблюдения финансовой устойчивости предприятия и максимизации суммы прибыли от инвестиционной деятельности.

Для определения доли собственных средств в общем объеме инвестиционных ресурсов можно использовать коэффициент самофинансирования, который определяется как отношение собственных средств предприятия к общей сумме инвестиций. Рекомендуемое значение показателя не ниже 0,51 (51%), иначе предприятие утрачивает финансовую независимость по отношению к заемным источникам финансирования.

Финансовую устойчивость, кроме показателя коэффициента самофинансирования, характеризуют коэффициент отношения собственного капитала к сумме используемых активов и коэффициент соотношения собственных и заемных средств.

Финансовый план содержит *оценку эффективности инвестиционного проекта*. Система показателей этой оценки включает показатели:

- финансового состояния предприятия — характеризуют эффективность оперативной деятельности предприятия в ходе реализации инвестиционного проекта. К ним относятся:

- прибыльность проекта,
- рентабельность капитала,
- показатели ликвидности и финансовой устойчивости;

- эффективности инвестиций в проект, которую в свою очередь характеризуют следующие показатели:

- срок окупаемости (PP),
- чистая текущая стоимость (NPV),
- индекс рентабельности (PI),
- внутренняя норма доходности (IRR).

На основании оценки эффективности инвестиционного проекта инвесторы и другие его участники принимают решения об инвестировании, выходе из проекта, корректировке его параметров, условий реализации, возможных путях повышения эффективности и т.д.

Раздел *«Анализ рисков»* бизнес-плана содержит оценку степени неопределенности и риска достижения итоговых экономических показателей инвестиционного проекта. В нем определяются размер, время и место наступления нежелательных экономических последствий и их конкретные причины (изменение конъюнктуры инвестици-

онного рынка и рынка товаров и услуг, инфляция, изменения в налоговой системе и т.д.).

Риски должны рассматриваться и оцениваться по отдельным их видам:

- риск существенной задержки начала реализации проекта (задержка получения лицензии, несвоевременное выделение земельного участка и т.д.);
- риск несвоевременного завершения строительно-монтажных работ;
- риск превышения расчетной сметной стоимости строительно-монтажных работ по проекту;
- риск неосвоения (невыхода на запланированные объемы выпуска продукции в связи с несовершенством технологии, использования устаревшего оборудования, падением спроса, возрастанием конкуренции и т.д.);
- риск снижения запланированного уровня эффективности деятельности и увеличения периода окупаемости капитала в связи с государственным регулированием цен, налоговым регулированием и т.д.

Одновременно в разделе прорабатываются и отражаются мероприятия по предупреждению рисков и возможному снижению потерь от них. Это может быть разработка профилактических мероприятий, предупреждающих риск, распределение негативных финансовых последствий рисков среди инвесторов и участников инвестиционного проекта, создание соответствующих резервных фондов и др. В случае внешнего страхования наиболее существенных рисков инвестирования определяются затраты на страховку.

Обычно в данном разделе рассматриваются возможные формы выхода из инвестиционного проекта на любой стадии его реализации, если фактический уровень риска значительно превысит расчетный и повлияет на эффективность затрат.

В разделе *«Приложения»* содержатся все необходимые и достаточные данные, использованные при экономических обоснованиях и составлении бизнес-плана (паспортные характеристики применяемого технологического оборудования и процессов, копии лицензий на производство, контрактов, экспертные заключения и др.), а также данные расчетов и обоснований, не вошедшие в основной текст бизнес-плана.

Контрольные вопросы и задания

1. Дайте понятие инвестиционного планирования.
2. Определите зависимость стратегического, тактического и оперативного планирования инвестиционной деятельности.
3. Определите суть концепции стратегического управления.
4. Назовите и охарактеризуйте основные виды текущих инвестиционных планов.
5. Охарактеризуйте принципиальное отличие инвестиционного бюджета предприятия и бюджета инвестиционного проекта.
6. Назовите и охарактеризуйте основные виды бюджетов.
7. Что такое инвестиционный проект?
8. Что представляет собой бизнес-план инвестиционного проекта?
9. Каковы цели и назначение бизнес-плана и важнейшие принципы его составления?
10. Перечислите основные разделы бизнес-плана инвестиционного проекта.
11. Опишите последовательность проведения расчетов при разработке финансового плана. Какие документы составляются по результатам этих расчетов?

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

5.1. Понятие инвестиционного портфеля, цели и принципы его формирования

Большинство предприятий в рамках своей инвестиционной деятельности выбирают несколько объектов реального или финансового инвестирования, т.е. формируют определенную их совокупность. Целенаправленный подбор таких объектов представляет собой процесс формирования инвестиционного портфеля предприятия.

Инвестиционным портфелем предприятия называют сформированную в соответствии с инвестиционными целями инвестора совокупность объектов реального и финансового инвестирования, предназначенных для осуществления инвестиционной деятельности и рассматриваемых как целостный объект управления.

Главной целью формирования инвестиционного портфеля является обеспечение реализации инвестиционной стратегии предприятия путем отбора наиболее эффективных и безопасных инвестиционных проектов и финансовых инструментов. Если инвестиционная стратегия предприятия нацелена на расширение деятельности (увеличение объема производства и реализации продукции или оказания услуг), основные инвестиции будут направлены в проекты или активы, связанные с производством, а вложения в финансовые активы (например, в ценные бумаги или банковские депозиты) будут носить по отношению к ним подчиненный характер, что отразится на сроках, объемах размещения и т.п.

Основная задача портфельных вложений заключается в создании оптимальных условий инвестирования, обеспечивая при этом портфелю инвестиций такие инвестиционные характеристики, достичь которых невозможно при размещении средств в отдельно взятый объект.

При ведении инвестиционной деятельности инвестор нацелен на получение прибыли (дохода), действуя при этом в рамках прием-

лемого для него риска. В процессе формирования портфеля путем комбинирования инвестиционных активов достигается новое инвестиционное качество: обеспечивается требуемый уровень дохода при заданном уровне риска.

С учетом избранной стратегии развития предприятия и особенностей осуществления инвестиционной деятельности, конкретными целями формирования инвестиционного портфеля могут быть:

- высокие темпы роста капитала;
- высокие темпы роста дохода;
- минимизация инвестиционных рисков;
- достаточная ликвидность инвестиционного портфеля.

Прирост капитала обеспечивается при инвестировании средств в объекты, которые характеризуются увеличением их стоимости во времени. Это относится к акциям молодых компаний-эмитентов (в основном, инновационной направленности), по мере расширения деятельности которых ожидается значительный рост цен их акций, а также к объектам недвижимости, тесаврации и др. Именно прирост стоимости обеспечивает инвестору получение дохода. Такого рода инвестиции являются, как правило, долгосрочными.

Для ситуации краткосрочного инвестирования средств основной целью является получение регулярного дохода, как правило, с заранее установленной периодичностью. Это могут быть выплаты процентов по банковским депозитам, дивиденды и проценты по ценным бумагам, планируемые доходы от эксплуатации объектов реального инвестирования (мощностей предприятий, объектов недвижимости).

Минимизация инвестиционных рисков обеспечивает неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке и стабильность получения дохода. Данная цель достигается путем подбора объектов инвестирования, по которым наиболее вероятны возврат капитала и получение дохода планируемого уровня, и зависит от отношения инвестора к риску.

Ликвидность инвестиционного портфеля предполагает достаточно быструю и без существенных потерь в стоимости реализацию инвестиционных активов. Наиболее достижима такая цель при размещении средств в финансовые активы, пользующиеся спросом на фондовом рынке.

При формировании инвестиционного портфеля предприятия должны определяться приоритетные цели инвестиционной деятельности, так как в значительной степени конкретные цели портфеля часто являются альтернативными, в частности: безопасность обычно

достигается в ущерб высокой доходности и росту вложений; инвестиционные объекты, предполагающие прирост вложений, как правило, являются наименее ликвидными. В свою очередь выбранные цели могут быть положены в основу определения критериальных показателей отбора инвестиционных инструментов в портфель, например, приемлемые для предприятия нормативные значения минимальных темпов роста капитала; минимального уровня текущей доходности; максимального уровня инвестиционного риска; минимальной по капиталоемкости доли высоколиквидных инвестиционных проектов и т.д.

Формирование инвестиционного портфеля предприятия базируется на определенных принципах, к числу которых относятся:

- реализация инвестиционной стратегии предприятия;
- соответствие портфеля инвестиционным ресурсам;
- оптимизация соотношения доходности и риска;
- оптимизация соотношения доходности и ликвидности;
- обеспечение управляемости портфелем.

Принцип *реализации инвестиционной стратегии* вытекает из преемственности долгосрочного и среднесрочного планирования инвестиционной деятельности предприятия и их соподчиненности. Цели формируемого портфеля предприятия должны быть увязаны с целями его инвестиционной стратегии.

Принцип *соответствия портфеля инвестиционным ресурсам* означает необходимость строгой увязки общей капиталоемкости отбираемых в портфель инструментов и объектов с объемом имеющихся инвестиционных ресурсов. Реализация этого принципа определяет ограниченность отбираемых в портфель объектов возможностями их финансирования.

Принцип *оптимизации соотношения доходности и риска* связан с конкретными приоритетными целями формирования портфеля. Оптимальные пропорции между показателями риска и дохода достигаются путем диверсификации портфеля.

Принцип *оптимизации соотношения доходности и ликвидности* также определяет необходимые пропорции между этими показателями, исходя из приоритетных целей формирования инвестиционного портфеля. При этом оптимизация должна учитывать обеспечение финансовой устойчивости и текущей платежеспособности предприятия.

Принцип *обеспечения управляемости портфелем* означает необходимость учета возможностей кадрового состава предприятия

по оперативному управлению портфелем, его мониторингу, ревизии и осуществлению необходимого реинвестирования средств.

Исходя из направленности и масштабов инвестиционной деятельности, инвестиционный портфель предприятия включает портфель реальных инвестиционных проектов и портфель ценных бумаг.

5.2. Портфель реальных инвестиционных проектов и портфель ценных бумаг

Реальное инвестирование составляет основу инвестиционной деятельности предприятия. В настоящее время данный вид инвестирования является основным для большинства предприятий, поскольку управление реальными инвестициями в системе инвестиционной деятельности ведется на более высоком уровне и позволяет минимизировать инвестиционные риски.

Портфель реальных инвестиционных проектов, формируемый предприятиями, имеет ряд особенностей, обусловленных специфическими чертами реальных инвестиций.

1. Реальное инвестирование является главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия. Данная стратегия обеспечивается осуществлением эффективных реальных инвестиционных проектов, а сам процесс стратегического развития является совокупностью этих проектов, реализуемых во времени. Реальное инвестирование позволяет предприятию осуществлять выход на новые товарные и региональные рынки, а также обеспечивать постоянное возрастание своей рыночной стоимости.

2. Реальное инвестирование тесно связано с операционной деятельностью предприятия. В результате реального инвестирования предприятие может расширить границы своей операционной деятельности, увеличить объем производства и реализации продукции, расширить ассортимент выпускаемых товаров, повысить их качество, снизить текущие затраты и т.д. От успешной реализации реальных проектов зависят параметры будущего операционного процесса и высокие темпы развития предприятия.

3. Реальные инвестиции обеспечивают, как правило, более устойчивый уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями. Данная закономерность позволяет точнее прогнозировать

финансовые результаты, что является мотивацией к предпринимательской деятельности в реальном секторе экономики.

4. Реализованные реальные инвестиции обеспечивают предприятию устойчивый денежный поток. Чистый денежный поток формируется за счет амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов даже в те периоды, когда эксплуатация реализованных реальных инвестиционных проектов не приносит предприятию прибыль.

5. Реальные инвестиции имеют высокую степень защиты от инфляции. В условиях инфляционной экономики темпы роста цен на многие объекты реального инвестирования зачастую опережают темпы роста инфляции.

6. Портфель реальных инвестиционных проектов является высококапиталоемким, что связано с большой капиталоемкостью проектов, входящих в портфель.

7. Портфель реальных инвестиционных проектов наиболее рискованный, что обусловлено высоким риском морального старения реальных инвестиций. Стремительный технологический прогресс сформировал тенденцию к увеличению данного риска на стадии как осуществления реальных инвестиционных проектов, так и их эксплуатации.

8. Портфель реальных инвестиционных проектов отличается низкой ликвидностью. Это связано с узкоцелевой направленностью большинства форм реальных инвестиций, практически не имеющих в незавершенном виде альтернативного хозяйственного применения. В связи с этим компенсировать в финансовом отношении неверные управленческие решения, связанные с началом осуществления реальных инвестиций, крайне сложно.

9. Портфель реальных инвестиционных проектов является наиболее сложным в управлении.

Способность предприятия гибко использовать инвестиционные ресурсы имеет важнейшее значение в повышении эффективности производства. Финансовое инвестирование является активной формой использования временно свободного капитала и инструментом реализации стратегических целей предприятия, связанных с диверсификацией его операционной деятельности.

Финансовые инвестиции — отдельное независимое направление хозяйственной деятельности предприятий реального сектора экономики. Как правило, они не решают стратегических производственных

задач и осуществляются в целях получения дополнительного дохода и защиты от инфляции.

Предприятия могут осуществлять финансовое инвестирование в форме вложения капитала в уставные фонды совместных предприятий, в доходные виды денежных и финансовых инструментов. Последняя форма за последние годы получила широкое распространение. Она характеризуется вложением капитала в различные виды ценных бумаг, свободно обращающихся на фондовом рынке. Данная форма финансового инвестирования предоставляет широкий выбор альтернативных инвестиционных решений как по инструментам инвестирования, так и по срокам. Для нее характерен высокий уровень государственного регулирования и защищенность инвестиций. Основной целью таких вложений является получение инвестиционной прибыли, хотя в отдельных случаях целью может быть установление форм финансового влияния на отдельные предприятия путем приобретения контрольного (или достаточно весомого) пакета акций.

В настоящее время вложения в российские ценные бумаги являются достаточно рискованным способом приращения капитала, в связи с неразвитостью отечественного фондового рынка, который характеризуется: неустойчивостью, зависящей в основном не от финансово-экономических показателей российских эмитентов, а от мировых фондовых рынков и политической ситуации в стране; низкой ликвидностью большинства отечественных ценных бумаг; большим спредом (разницей между ценой покупки и ценой продажи); отсутствием на рынке открытой информации о производственных результатах предприятий, чьи акции обращаются на вторичном рынке, и т.д.

Однако несмотря на весьма скромный период функционирования российского фондового рынка и сравнительно небольшое количество действительно ликвидных корпоративных ценных бумаг, отсутствие многолетней статистической базы по каждому из российских эмитентов, портфельный подход к управлению финансовыми инвестициями уже сегодня целесообразен и постепенно занимает свою нишу на рынке.

Портфель ценных бумаг предприятия. Одной из особенностей финансовых инвестиций является возможность широкого диапазона выбора для предприятия инструментов инвестирования по шкале «доходность — риск». Главная цель при этом состоит в достижении оптимального соотношения между риском и доходом, что позволяет сформировать оптимальный портфель. Данная цель достигается за счет

диверсификации портфеля (т.е. распределения средств инвестора между различными активами) и тщательного подбора фондовых инструментов.

Выбор оптимального портфеля возможен из двух вариантов: портфель, ориентированный на первоочередное получение дохода за счет процентов и дивидендов (портфели дохода), и портфель, ориентированный на преимущественный прирост курсовой стоимости ценных бумаг, входящих в него (портфель роста). Установление выгодного для предприятия сочетания риска и доходности портфеля достигается с учетом правила: чем более высокий доход приносит предприятию-инвестору ценная бумага, тем больший потенциальный риск она имеет.

Инвестор может быть агрессивным или консервативным. Если приоритетной целью инвестора является получение высокого дохода, предпочтение отдается агрессивным портфелям, состоящим из низколиквидных и высокорискованных ценных бумаг молодых растущих предприятий. Если инвестор консервативен и стремится обеспечить сохранность и увеличение капитала, в портфель включаются высоколиквидные ценные бумаги, эмитированные известными, надежными компаниями с высоким рейтингом (консервативный портфель).

В сравнении с реальными финансовыми инвестициями характеризуются более высоким уровнем ликвидности, хотя этот уровень колеблется в довольно широких пределах. Ликвидность портфеля ценных бумаг предприятия рассматривается, с одной стороны, как способность быстрого превращения содержимого портфеля (или его части) в денежные средства с минимальными затратами на реализацию ценных бумаг, а с другой, — как способность предприятия своевременно погашать свои обязательства перед кредиторами, которые участвовали в формировании портфеля (например, перед владельцами облигаций).

Портфель ценных бумаг имеет более низкий уровень доходности по сравнению с реальными инвестициями. Дивиденды, выплачиваемые даже по самым высокодоходным обыкновенным акциям, составляют лишь 40—60% суммы чистой прибыли, получаемой от реализации реальных инвестиционных проектов, и в большинстве случаев у предприятий отсутствуют возможности реального воздействия на эту доходность (кроме возможности реинвестирования капитала в другие фондовые инструменты). Портфель ценных бумаг имеет относительно низкую инфляционную защищенность.

В сравнении с портфелем реальных инвестиционных проектов портфель ценных бумаг имеет сравнительно легкую управляемость. В связи с изменчивостью конъюнктуры финансового рынка управленческие решения, связанные с формированием портфеля ценных бумаг, носят более оперативный характер.

Контрольные вопросы и задания

1. Определите суть портфельного инвестирования.
2. Дайте определение инвестиционного портфеля.
3. Назовите основные принципы формирования инвестиционного портфеля.
4. Каковы особенности формирования портфеля реальных инвестиционных проектов?
5. Назовите факторы, определяющие необходимость формирования портфеля ценных бумаг предприятиями.
6. Перечислите особенности формирования портфеля ценных бумаг.

ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

6.1. Характеристика основных этапов формирования портфеля

Формирование портфеля реальных инвестиционных проектов может быть представлено как типичная модель принятия инвестиционного решения. Процесс принятия таких решений неразрывно связан с внутренней средой предприятия, в которой он возникает и протекает. Поэтому все инвестиционные проекты, потенциально рассматриваемые для включения в портфель, не должны противоречить стратегическим планам предприятия, ибо они определяют общее направление его деятельности. В этом взаимосвязь стратегического планирования и инвестиционной деятельности.

Формирование портфеля реальных инвестиционных проектов включает следующие этапы:

- поиск потенциальных проектов;
- формулировка, первичная оценка и отбор проектов для включения в портфель;
- финансовый анализ и окончательный выбор проектов в портфель.

Поиск потенциальных проектов имеет огромное значение для конечного успеха капитальных вложений. На практике предприятие часто сталкивается с ситуацией, когда инвестиционные проекты уже имеются и просто ждут своего осуществления. Активный поиск вариантов реальных инвестиционных проектов позволяет предприятию создать солидный банк данных из проектов, готовых к проработке, оценке и анализу.

Вместе с тем благополучие предприятия зависит не только от его способности находить выгодные инвестиционные проекты, но и от умения создавать их. Именно взгляд на формирование портфеля как на процесс принятия инвестиционных решений, органически вписывающихся во внутреннюю среду предприятия, позволяет рассматривать

идеи о капитальных вложениях, возникающие у работников различных уровней управления, как потенциальные к реализации инвестиционные проекты. Поиск потенциальных инвестиционных проектов внутри предприятия, стимулирование идей и инноваций, а также выделение средств на дальнейшее исследование и разработку идей и проектов, которые выглядят наиболее перспективными, значительно увеличивают шансы предприятия сформировать эффективный портфель.

Формулировка, первичная оценка и отбор проектов для включения в портфель. Завершая этап поиска инвестиционных проектов и идей, предприятие сталкивается с проблемой превращения их в четко сформулированные потенциальные капитальные вложения. Данный этап может оказать большое влияние на принятие конечного решения о формировании портфеля.

На этом этапе готовится необходимая информация для получения четкой формулировки проекта (например, технические данные, сведения о расценках поставщиков, маркетинговые исследования). В ходе подготовки такой информации рассматриваются и оцениваются бизнес-планы инвестиционных проектов, которые проходят первичный отбор и отсев с целью определения необходимости дальнейших исследований проектов. Поскольку осуществление финансового анализа на следующем этапе формирования портфеля требует значительных средств, повышается значимость и ответственность процесса первичной оценки проектов.

Первичный отбор в основном базируется на качественной оценке основных вопросов, касающихся жизнеспособности проекта. Проекты, которые нерентабельны, физически неосуществимы или не согласуются со стратегическими целями предприятия, должны быть отвергнуты прежде, чем будут потрачены дополнительные средства на их дальнейшую формулировку и финансовую оценку.

Первичный отбор инвестиционных проектов ведется на основе системы показателей, к которым относятся:

- соответствие инвестиционного проекта стратегии деятельности и имиджу предприятия;
- соответствие проекта направлениям отраслевой и региональной диверсификации предстоящей инвестиционной деятельности;
- степень разработанности инвестиционного проекта и его обеспеченности основными факторами производства;

- необходимый объем инвестиций и период их осуществления до начала эксплуатации проекта;
- проектируемый период окупаемости инвестиций;
- уровень инвестиционного риска;
- планируемые источники финансирования и т.п.

Инвестиционные проекты, отвечающие требованиям жизнеспособности и осуществимости и прошедшие отбор, подвергаются детальному финансовому анализу для окончательного формирования портфеля.

Финансовый анализ и окончательный выбор проектов в портфель проводятся последовательно. На первой стадии дается классификация проектов, на второй — проводится их финансовый анализ, на третьей — сопоставляются результаты финансового анализа с критериями отбора проектов в портфель, а на четвертой стадии отобранные проекты рассматриваются с точки зрения бюджета предприятия.

6.2. Стадии финансового анализа и формирование портфеля

Классификация проектов

Методы и содержание финансового анализа различных инвестиционных проектов определяются тем, к какой группе они относятся. Инвестиционные проекты могут быть классифицированы по следующим признакам:

- величина требуемых инвестиций:
 - крупные,
 - традиционные,
 - мелкие (локальные);
- тип предполагаемых доходов:
 - сокращение затрат,
 - дополнительные доходы от расширения традиционных производств и технологий, выхода на новые рынки сбыта, экспансии в новые сферы бизнеса и др.,
 - снижение риска производства и сбыта,
 - социальный эффект;
- отношения взаимозависимости:
 - независимые,
 - взаимоисключающие (альтернативные),

- комплиментарные,
- замещаемые;
- тип денежного потока:
 - ординарные,
 - неординарные.

Классификация проектов на независимые и альтернативные имеет очень большое значение при формировании портфеля в условиях бюджетных ограничений на суммарный объем капитальных вложений, когда часто приходится ранжировать проекты по степени их приоритетности.

Проекты называются независимыми, если решение о принятии одного из них не влияет на решение о принятии другого; альтернативными — если они не могут быть реализованы одновременно, т.е. принятие одного из них автоматически означает, что другой должен быть отвергнут.

Классификация проектов по признаку комплиментарности необходима, когда принятие проекта по выбранному основному критерию не является очевидным. В этом случае должны использоваться дополнительные критерии, в том числе и наличие отношений комплиментарности и степень комплиментарности.

Проекты связаны между собой отношениями комплиментарности, если принятие нового проекта способствует росту доходов по одному или нескольким другим проектам. Для выявления отношений комплиментарности проекты должны рассматриваться в комплексе, а не изолированно. Если принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по одному или нескольким действующим проектам, проекты связаны между собой отношениями замещения.

Если в проект сначала (единовременно или в течение нескольких последовательных базовых периодов) осуществляется исходная инвестиция (отток капитала), а затем следуют поступления (приток капитала), проект имеет ординарный тип денежного потока.

Проект с неординарным типом денежного потока характеризуется чередованием в любой последовательности притоков и оттоков денежных средств. На практике нередки случаи, когда проект завершается оттоком капитала (необходимость демонтажа оборудования, дополнительные затраты на восстановление окружающей среды и т.п.).

Результатом классификации проектов является применение различных критериев приемлемости для разных групп капитальных вложений в ходе проведения финансового анализа.

Финансовый анализ

Это важнейший элемент формирования портфеля реальных инвестиционных проектов. Основной его акцент делается на оценку тех сторон проекта, которые могут быть количественно выражены в денежной форме.

Существуют два основных подхода к финансовой оценке проектов, которые образуют теоретический фундамент анализа капитальных вложений:

- 1) бухгалтерский;
- 2) экономический (финансовый).

1. Бухгалтерский подход предполагает, что долгосрочный финансовый успех определяется доходностью, а краткосрочный — ликвидностью. Доходность и ликвидность лежат в основе анализа инвестиционных проектов. Доходность характеризует получение прибыли от капиталовложений в проект, их оценка производится на основе показателя коэффициента эффективности инвестиций (*ARR*) или возврата на инвестицию (*ROI*).

Коэффициент эффективности инвестиций определяется как отношение средней балансовой прибыли в год (рассчитывается как сумма годовых доходов, деленная на количество лет жизни проекта) к первоначально вложенному капиталу (или средней величине вложенного капитала в течение срока службы инвестиций). Однако этот коэффициент имеет свои недостатки. К ним относится, прежде всего то, что в качестве оценки доходности проекта используется не денежные потоки, а балансовая прибыль, размер которой искажает затраты на амортизацию, прибыль или убытки от продажи основных активов и др. К искажениям показателя *ARR* приводит и исчисление прибыли от инвестиций как средней величины.

Другая проблема связана с использованием в расчетах величины среднего вложенного капитала. Первоначально вложенный капитал состоит из затрат на создание, покупку и установку объектов основных средств и увеличение оборотного капитала, требуемого на начальном этапе инвестиций. Однако на последнем этапе проекта вложенный капитал сокращается до остаточной стоимости оборудования плюс оставшаяся часть оборотного капитала. Для определения среднего размера вложенного капитала первоначальные инвестиции и остаточная стоимость капитала суммируются, а затем результат

делится пополам. Таким образом первоначальные затраты и остаточная стоимость инвестиций усредняются для отражения стоимости активов, связанных между собой в течение всего срока службы инвестиций. Чем больше остаточная стоимость инвестиций, тем меньше значение ARR , что может привести к принятию неправильного инвестиционного решения.

Ликвидность проекта связана с окупаемостью капитальных вложений, и оценка осуществляется по показателю срока окупаемости (PP). Чем быстрее проект может окупить первоначальные затраты, тем лучше; чем выше ликвидность, необходимая инвестору, тем короче должен быть срок окупаемости.

$$PP = \min N, \text{ при котором } \sum_{n=1}^N CF_n \geq I_0,$$

где N — продолжительность проекта;
 CF_n — годовые денежные потоки (доходы) от проекта;
 I_0 — первоначально вложенный капитал (инвестиции).

Расчет срока окупаемости зависит от равномерности распределения прогнозируемых денежных потоков (доходов) от реализации проекта. Если эти потоки равномерны по годам, средний срок окупаемости рассчитывается делением вложенного капитала на величину годового дохода, обусловленного им. При неравномерных денежных потоках (когда прибыль распределена неравномерно) срок окупаемости исчисляется прямым подсчетом числа лет, в течение которых первоначальные инвестиции будут погашены кумулятивным доходом.

У показателя срока окупаемости есть два существенных недостатка. Во-первых, он не принимает во внимание поступления, возникающие после завершения срока окупаемости проекта. Этот недостаток отражает краткосрочную ориентацию показателя PP , поэтому при его использовании в качестве инструмента принятия решений отвергаются проекты, рассчитанные на длительный срок окупаемости, и принимаются проекты, обеспечивающие быстрый возврат вложенного капитала. Во-вторых, показатель срока окупаемости игнорирует временной аспект стоимости денег. Данный недостаток легко преодолевается использованием дисконтированного срока окупаемости (DPP).

$$DPP = \min N, \text{ при котором } \sum_{n=1}^N CF_n : (1+i)^n \geq I_0,$$

где i — ставка дисконтирования.

Очевидно, что в случае дисконтирования срок окупаемости увеличивается, т.е. всегда $DPP > PP$. Значит проект, приемлемый по показателю PP , может оказаться неприемлемым по показателю DPP .

Преимущество показателя DPP над традиционным показателем PP состоит в наличии четкого критерия приемлемости проектов. При использовании DPP проект принимается, если он окупает себя в течение своего срока жизни.

2. Экономический (финансовый) подход опирается на новое понимание финансового успеха. Он в меньшей степени касается ликвидности и доходности, зато ориентирован на максимизацию «благополучия» предприятия и его акционеров, рассмотрение риска. Поскольку максимизация благополучия акционеров является целью предприятия, а капитальные вложения связаны с эффективным распределением ресурсов, удачными проектами являются те, которые приносят доход и предприятию, и его акционерам.

Подобно цене акций, прямо отражающей благополучие акционера и представляющей текущую стоимость будущих доходов, стоимость проектов капитальных вложений определяется как превышение будущих доходов над текущими и будущими расходами. Инвестиционный проект считается приемлемым, если ожидаемая прибыль превышает ожидаемые затраты. Поэтому ликвидность (временной аспект поступлений) и доходность (финансовый аспект поступлений) становятся менее значимыми факторами.

Не все потенциальные проекты одинаковы с точки зрения риска, но требования инвесторов к доходам напрямую зависят от его степени. Чем выше инвестиционный риск, тем большая прибыль нужна инвестору в качестве премии для его компенсации.

Сочетание стремлений максимизировать благополучие и снизить инвестиционный риск привело к появлению в финансовом анализе методов, основанных на дисконтировании денежных потоков, к числу которых относятся методы расчета:

- чистой текущей стоимости (NPV);
- индекса рентабельности (PI);
- внутренней нормы доходности (IRR).

Метод расчета чистой текущей стоимости (NPV) основан на сопоставлении первоначально вложенных инвестиций с общей суммой дисконтированных будущих доходов от этих вложений:

$$NPV = \sum_{n=1}^N CF_n : (1+i)^n - I_0.$$

Критерий принятия решений методом *NPV* одинаков для любых видов инвестиций и предприятий. Если $NPV > 0$, инвестиционный проект следует принять, так как он увеличивает ценность предприятия и благосостояние его владельцев. Если $NPV < 0$, проект следует отвергнуть, так как он уменьшает благосостояние инвесторов и ценность предприятия. Если $NPV = 0$, проект вряд ли будет привлекательным, поскольку благосостояние владельцев останется на прежнем уровне, что является недостаточным вознаграждением за участие в проекте. Вместе с тем при реализации проекта с нулевым значением *NPV* возрастают объемы производства, и предприятие увеличивается в масштабах, что можно рассматривать как положительный результат осуществления инвестиций.

Метод анализа *NPV* требует информации: о первоначальных затратах на инвестиции; будущих денежных потоках; об ожидаемом сроке службы инвестиций; о требуемой норме прибыли (ставке дисконтирования). Наибольшую трудность при этом представляет оценка требуемой нормы прибыли. Выбор ставки дисконтирования определяет относительную ценность денежных потоков, приходящихся на разные периоды времени, и поэтому является ключевым моментом при расчете *NPV*. Ставка, используемая при оценке *NPV*, должна отражать степень риска инвестиционного проекта и учитывать уровень инфляции.

Метод расчета индекса рентабельности (PI) использует ту же информацию о дисконтированных денежных потоках, что и метод *NPV*. Однако *PI* является относительным показателем и определяет соотношение первоначально вложенных инвестиций и текущей стоимости будущих доходов проекта:

$$PI = \sum_{n=1}^N CF_n : (1+i)^n : I_0.$$

Очевидно, что если $PI = 1$, будущие доходы будут равны вложенным средствам, т.е. предприятие ничего не выиграет от анализируемого

проекта (эквивалентно $NPV = 0$). Если $PI > 1$, проект следует принять как обеспечивающий приемлемый для инвестора уровень доходов на единицу затрат, а если $PI < 1$ — отвергнуть как неэффективный.

Метод расчета внутренней нормы доходности (IRR) основывается на определении значения коэффициента дисконтирования, при котором $NPV = 0$. Показатель IRR — это норма прибыли, полученная в результате осуществления проекта, при равенстве текущей стоимости будущих доходов и первоначальных затрат. Нахождение IRR проекта требует решения следующего уравнения:

$$\sum_{n=0}^N CF_n : (1 + IRR)^n - I_0 = 0.$$

Метод IRR представляет собой расчет процентного дохода от инвестиций, а не оценку вклада проекта в благосостояние предприятия. Критерий принятия решений основывается на превышении IRR проекта над требуемой инвестором нормой прибыли.

Экономический смысл показателя IRR для предприятия состоит в возможности принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя цены (стоимости) капитала (CC). Уровень CC имеет различный экономический смысл для отдельных субъектов хозяйствования: для инвесторов и кредиторов он характеризует требуемую ими норму доходности на предоставленный в пользование капитал; для предприятий, формирующих капитал с целью его инвестиционного использования, — удельные затраты по привлечению и обслуживанию используемых финансовых средств, т.е. ту цену, которую они платят за использование капитала.

Оценка уровня стоимости капитала по предприятию в целом может быть произведена по показателю «средневзвешенная стоимость капитала» ($WACC$). Она определяется как среднеарифметическая взвешенная величина стоимости отдельных элементов капитала. В качестве «весов» каждого из элементов капитала выступает его доля в общей сумме капитала. При оценке и прогнозировании средневзвешенной стоимости капитала на предприятии должны учитываться факторы: структура капитала по источникам его формирования; продолжительность использования привлекаемого капитала; средняя ставка ссудного процента; уровень ставки налогообложения прибыли; дивидендная политика предприятия; стадия жизненного цикла предприятия;

доступность различных источников, определяющая финансовую гибкость предприятия, и т.п.

Именно с показателем CC сравнивается IRR : если $IRR > CC$, проект следует принять; если $IRR < CC$, — отвергнуть; при $IRR = CC$ проект не является ни прибыльным, ни убыточным.

Сопоставление результатов финансового анализа с критериями отбора проектов в портфель

Результаты проведения финансового анализа являются основой принятия окончательных решений о включении инвестиционных проектов в портфель. Сравнивая полученные в ходе финансового анализа результаты с заранее определенными критериями отбора проектов в портфель, принимается инвестиционное решение. Критерии отбора каждое предприятие устанавливает для себя произвольно, исходя из конкретных условий производственной и инвестиционной деятельности. В основе выбора критерия могут лежать такие признаки, как классификационная категория, к которой отнесены проекты; тип используемого финансового анализа; длительность проектов; эффективность (доходность) и ликвидность проектов; степень их важности для предприятия; стоимость капитала для финансирования проектов и уровень их риска и т.д.

Большое значение для установления критерия имеет правильный выбор нужного показателя и точное определение его порогового значения, являющегося для предприятия мерой оценки капитальных вложений. Основная проблема при отборе инвестиционных проектов в портфель заключается в противоречивости этих показателей. Даже при принятии решения в отношении единичного проекта могут возникнуть диаметрально противоположные выводы о приемлемости инвестиций, основанные на том, какой показатель взят за основу. Очевидно, что если речь идет о портфеле, в котором могут быть как независимые, так и конкурирующие проекты, противоречия неизбежны.

Критерии, основанные на бухгалтерском подходе к финансовой оценке капитальных вложений (на значении показателей PP и ARR), являются в большей степени независимыми друг от друга: PP полезен в качестве метода, применяемого на этапе первичной оценки и отбора проектов, ARR имеет некоторые преимущества, облегчая сравнение инвестиционных затрат и будущих доходов. Если установление крите-

риев приемлемости и финансовый анализ производятся одним и тем же методом, инвестиционные решения, принятые на их основе, различаться не будут. Тем не менее предприятия могут устанавливать различные пороговые значения этих критериев, поэтому возможность возникновения противоречий не исключена.

Взаимосвязи между критериями, основанными на экономическом (финансовом) подходе к анализу и оценке капитальных вложений, намного сложнее. Если в портфель объединяются независимые проекты, то противоречий между рассчитываемыми показателями NPV , PI и IRR , как правило, не возникает. Все они дают одинаковые результаты относительно принятия инвестиционного решения. Взаимосвязь между критериями очевидна:

если $NPV > 0$, одновременно $IRR > CC$ и $PI > 1$;

если $NPV < 0$, одновременно $IRR < CC$ и $PI < 1$;

если $NPV = 0$, одновременно $IRR = CC$ и $PI = 1$.

Если в портфель объединяются помимо независимых еще и конкурирующие, взаимоисключающие проекты, то противоречия неизбежны. Инвестиционные проекты могут конкурировать между собой в силу того, что они являются взаимоисключающими. Обычно взаимоисключающими оказываются инвестиции, которые обеспечивают альтернативные способы достижения одного и того же результата или использование какого-либо ограниченного ресурса (только не денежных средств). Ограниченность финансовых ресурсов также делает невозможным включение в портфель одновременно всех приемлемых инвестиционных проектов и некоторые из них приходится либо отвергать, либо откладывать на будущее. В подобных ситуациях формирование портфеля требует ранжирования проектов по степени их приоритетности (независимо от того, являются они независимыми или взаимоисключающими), а затем отбора в зависимости от используемого критерия.

Каждый из существующих критериев отбора проектов в портфель имеет свои преимущества и недостатки.

Исследования, проведенные крупнейшими учеными и специалистами в области финансового менеджмента, показали, что в случае противоречия критериев предпочтение следует отдавать критерию, основанному на значениях показателя NPV . При определении NPV не приходится сталкиваться с вычислительными проблемами, как при расчете IRR . Показатель NPV позволяет определить стоимость, которую имеют капитальные вложения для инвестора, он дает вероятностную

оценку прироста стоимости предприятия, в полной мере отвечает основной цели предприятия (наращивание экономического потенциала и рост благосостояния предприятия и его акционеров), позволяет узнать, что может извлечь инвестор из конкретного проекта (так как взаимосвязь NPV и PI может свидетельствовать и о стоимости капитальных вложений и о привлекательности дохода, полученного от конкретной суммы вложенных средств), наконец, позволяет учитывать кумулятивность поступлений от проекта и использовать агрегированную величину для оптимизации портфеля.

Несмотря на то что по многим сравнительным параметрам приоритет отдается NPV , практики часто предпочитают критерий, основанный на значениях показателя IRR (у менеджеров американских компаний соотношение предпочтений в пользу критерия IRR — 3 : 1) Это объясняется относительностью показателя IRR , на основе которого легче принимать решение, тогда как NPV является, как известно, абсолютным показателем.

Особенности критериев отбора проектов в портфель и проблемы их применения необходимо охарактеризовать детальнее.

В сравнительном анализе альтернативных, взаимоисключающих проектов критерий IRR дает оценку, которая не всегда совпадает с результатами анализа NPV , поэтому может использоваться достаточно условно. В подобных ситуациях метод IRR может быть скорректирован. При анализе исходят из показателя IRR , рассчитанного из разницы денежных потоков каждого рассматриваемого проекта. Расчет IRR ведется для приростных показателей капитальных вложений и доходов по проекту. Если при этом $IRR > CC$, приростные показатели оправданы и целесообразно принять проект с более низким значением IRR .

Нахождение IRR для приростного денежного потока связано с определением точки Фишера, показывающей значение коэффициента дисконтирования, при котором рассматриваемые проекты имеют одинаковый NPV . Она служит пограничной точкой, разделяющей ситуации, определяемые критерием NPV и не определяемые критерием IRR . Если значение цены капитала находится за пределами численного значения точки Фишера, рассчитываемые показатели NPV и IRR дают одинаковые результаты при оценке альтернативных проектов. Если цена капитала меньше численного значения точки Фишера — NPV и IRR противоречат друг другу. Точка Фишера численно равна IRR приростного денежного потока, составленного из разностей соответствующих элементов исходных потоков.

Для стандартных, единичных проектов критерий IRR показывает лишь максимальный уровень затрат, допустимый для оцениваемого проекта. Если цена капитала, привлекаемого для финансирования альтернативных проектов, меньше значения IRR для них, выбор может быть сделан лишь с помощью дополнительных критериев.

Недостатком критерия IRR является невозможность с его помощью различать ситуации, когда цена капитала меняется. Расчет показателя IRR предполагает, что ставка дисконтирования будет постоянной во время всего срока жизни проекта. Если изменения ставки можно предсказать, то NPV проекта легко просчитывается путем приведения денежных потоков каждого года по соответствующей каждому году ставке дисконтирования.

Критерий IRR совершенно непригоден для анализа инвестиционных проектов с неординарными денежными потоками. В этих случаях возникает множественность (или отсутствие вовсе) значений IRR и неочевидность экономической интерпретации возникающих соотношений между IRR и ценой капитала. Графическое изображение связи между IRR и NPV приведено на рис. 2.

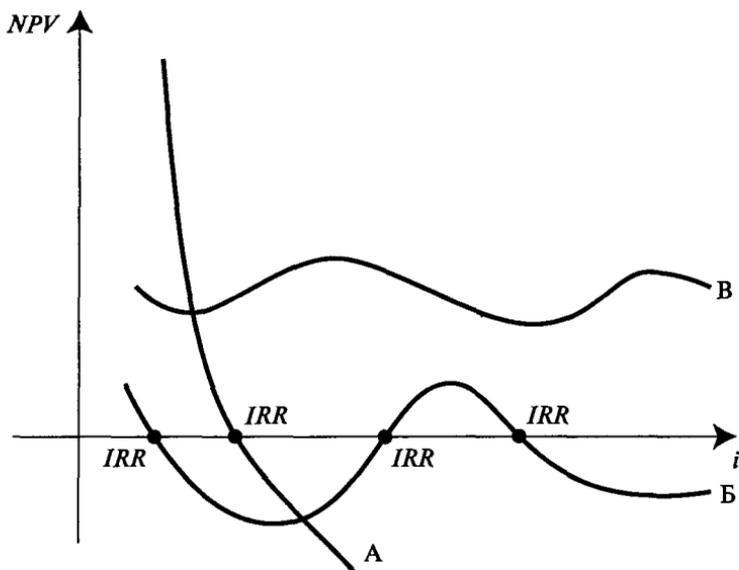


Рис. 2. График NPV проектов

Случай А является типичным проектом с ординарными денежными потоками. Кривая только один раз пересекает ось абсцисс в точке, соответствующей численному значению IRR . В случае Б денежные потоки неординарные, оттоки и притоки капитала чередуются, график меняет траекторию и несколько раз пересекает ось абсцисс — возникает несколько значений IRR . Случай В вообще не имеет IRR .

Данный недостаток, присущий IRR , в отношении оценки проектов с неординарными денежными потоками, не является критическим. Аналогом IRR , который может применяться при анализе любых проектов, является показатель модифицированной внутренней нормы прибыли ($MIRR$). Для ее определения сначала рассчитывается суммарная дисконтированная стоимость всех оттоков денежных средств (OF) и суммарная наращенная стоимость всех притоков денежных средств (IF), причем и дисконтирование и наращение осуществляются по цене источника финансирования проекта. Наращенная стоимость притоков называется терминальной стоимостью. Далее определяется коэффициент дисконтирования, уравнивающий суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость. Данный коэффициент дисконтирования и будет $MIRR$.

$$\sum_{n=0}^N \frac{OF_n}{(1+i)^n} = \sum_{n=0}^N \frac{IF_n(1+i)^{N-n}}{(1+MIRR)^N},$$

где OF_n — отток денежных средств в n -м периоде;
 IF_n — приток денежных средств в n -м периоде.

Формула имеет смысл, если терминальная стоимость превышает сумму дисконтированных оттоков.

Критерий $MIRR$, основанный на значениях показателя $MIRR$, характеризующий эффективность проекта и применяемый вместо критерия IRR , всегда имеет единственное значение, в полной мере согласуется с критерием NPV и может использоваться для оценки независимых проектов. Для альтернативных проектов противоречия между критериями NPV и $MIRR$ могут возникать, если проекты несоизмеримы по масштабу либо имеют разную продолжительность. В этом случае рекомендуется применять критерий NPV .

Еще одна проблема метода IRR обусловлена допущением о реинвестициях. Модель расчета IRR предполагает, что все денежные потоки от осуществления проекта могут быть реинвестированы по ставке IRR . Однако это не реально. Реинвестирование денежных

потоков от капитальных вложений будет происходить по сложившейся на рынке инвестиционной процентной ставке, или по ставке дисконтирования, или в соответствии со стоимостью капитала. Поэтому метод *IRR* преувеличивает доход, который может быть получен от инвестиций. При методе *NPV* подобных допущений не бывает. Возможность изменять ставку дисконтирования при расчетах, чтобы учесть изменяющиеся инвестиционные условия, делает метод *NPV* предпочтительнее.

Безусловно, ориентация на единственный критерий *NPV* также не всегда оправдана. Основной его недостаток в том, что это абсолютный показатель, который не дает информации о резерве безопасности проекта. Любая серьезная погрешность или ошибка в прогнозе денежного потока, в выборе ставки дисконтирования таит опасность того, что проект, который ранее рассматривался как прибыльный, окажется убыточным.

Информацию о резерве безопасности проекта дают критерии *IRR* и *PI*. При прочих равных условиях, чем больше *IRR* по сравнению с ценой капитала, тем больше резерв безопасности. Чем больше значение *PI* превосходит единицу, тем больше резерв безопасности. С позиции риска можно сравнивать проекты по критериям *IRR* и *PI*, но нельзя — по критерию *NPV*.

Высокое значение *NPV* также не может служить решающим аргументом при принятии решений, так как оно, во-первых, определяется масштабом проекта, а во-вторых, может быть сопряжено с достаточно высоким риском и степень риска, присущая этому значению *NPV*, не ясна.

При расчете *NPV* и применении его как критерия отбора инвестиционных проектов в портфель существует ряд практических аспектов, которые обязательно должны учитываться: следует принимать во внимание действие налогов, норм амортизации, а также инфляцию.

Нельзя правильно оценить инвестиционный проект и сделать вывод о его включении в портфель, не принимая во внимание вопросы налогообложения. Налоги влияют на значение показателя *NPV* проектов, изменяя их денежные потоки. Это происходит потому, что реальные денежные поступления, связанные с осуществлением проекта (доходы и затраты), и амортизация основных фондов, занятых в проекте, оказывают влияние на отчетную прибыль и поэтому изменяют налогооблагаемую базу.

На стоимость денежных потоков влияет также инфляция. Она обычно учитывается в ставке дисконтирования, которая используется при оценке проектов.

Норма прибыли, включающая в себя инфляцию, называется номинальной ставкой. Реальная ставка (т.е. без инфляции) показывает, какую реальную прибыль получит инвестор после учета влияния инфляции. Связь между реальной и номинальной ставками (нормой прибыли) можно выразить формулами:

$$RRR_r = \frac{1 + RRR_n}{1 + f} - 1$$

и

$$RRR_n = [(1 + RRR_r) \times (1 + f)] - 1,$$

где RRR_r — реальная норма прибыли (ставка);
 RRR_n — номинальная норма прибыли (ставка);
 f — уровень инфляции.

При расчете NPV инвестиционных проектов важно, чтобы обе ставки (реальная и номинальная) и денежные потоки соответствовали друг другу. Если в качестве ставки дисконтирования используется RRR_n , инфляция увеличивает номинальный объем денежных потоков за срок жизни инвестиционного проекта. Если предполагается, что денежные потоки останутся постоянными в течение срока жизни проекта, следует использовать RRR_r . На практике весьма распространена ошибка, когда используют несовместимые комбинации RRR и денежных потоков, что приводит к неверной оценке NPV .

Метод NPV позволяет принимать правильное решение при сравнительном анализе отбираемых в портфель проектов, имеющих разные сроки жизни. Существуют специальные методы, позволяющие устранить временную несопоставимость (влияние временного фактора), чтобы корректно сравнить их.

1. Метод цепного повтора в рамках общего срока действия проектов — нахождение наименьшего общего кратного сроков действия проектов и предположение, что краткосрочный проект самовозобновляется после своего завершения. Последовательность действий в данном методе следующая:

- находят наименьшее общее кратное сроков действия анализируемых проектов;

- рассчитывают с учетом фактора времени суммарный NPV проектов, реализуемых необходимым число раз в течение сроков действия проектов, рассматривая каждый проект как повторяющийся;
- выбирают тот проект, для которого суммарный NPV повторяющегося потока имеет наибольшее значение.

Данный метод наиболее приемлем, если сроки действия рассматриваемых проектов кратны друг другу.

Однако на практике не редки ситуации, когда инвестиционные ресурсы могут быть reinvestированы бесконечно. Чтобы обеспечить сопоставимость и корректность расчетов для отдаленного во времени периода, когда созданные в результате инвестирования активы достигнут конца своей эксплуатации, необходимо выполнить достаточно сложные вычисления. В таких случаях применяют удобный инструмент упрощения расчетов — эквивалентный аннуитет.

2. Метод определения эквивалентного аннуитета — стандартного, унифицированного аннуитета, который имеет ту же продолжительность, что и оцениваемый инвестиционный проект, и ту же величину текущей стоимости, что и NPV этого проекта. Последовательность действий в данном методе следующая:

- рассчитывают NPV однократной реализации каждого проекта;
- находят для каждого проекта эквивалентный срочный аннуитет, приведенная стоимость которого в точности равна NPV проекта;
- рассчитывают приведенную стоимость бессрочного аннуитета, предполагая, что найденный аннуитет может быть заменен бессрочным аннуитетом с той же самой величиной аннуитетного платежа;
- выбирают проект, имеющий максимальное значение бессрочного аннуитета.

Эквивалентный аннуитет (EA) рассчитывается по формуле

$$EA = \frac{NPV}{PVIFA_{n,i}},$$

где $PVIFA_{n,i}$ — текущая стоимость аннуитета ценой в 1 руб. в конце каждого из n периодов при ставке i .

Логика использования эквивалентного аннуитета состоит в том, что если такие аннуитеты определить для всех сравниваемых проектов, то проект, у которого EA будет наибольшим, будет обеспечивать наибольшую величину NPV всех денежных поступлений в условиях, когда все конкурирующие инвестиции будут предполагать бесконечное

реинвестирование или реинвестирование до тех пор, пока сроки жизни всех проектов не завершатся одновременно.

Метод эквивалентного аннуитета технически является самым правильным и обычно легок в применении, так как позволяет использовать для расчетов финансовые таблицы и финансовые калькуляторы. Использование такого метода допустимо в случаях, когда сопоставляемые проекты имеют один и тот же уровень риска.

3. Метод, основанный на предположении, что долгосрочный проект продается до его завершения. Этот метод применяют, если проекты достаточно долгосрочны. Алгоритм метода следующий:

- предполагают, что долгосрочный проект продается в тот момент времени (обычно год), когда заканчивается краткосрочный проект;
- оценивают конечную (продажную) стоимость долгосрочного проекта на момент продажи (срок окончания краткосрочного проекта);
- рассчитывают NPV долгосрочного проекта;
- выбирают проект, имеющий большее значение NPV .

Выбор инвестиционного проекта с точки зрения бюджета предприятия

Окончательный выбор инвестиционных проектов в портфель тесно связан с вопросом наличия достаточных средств для их финансирования и определяется бюджетом предприятия, который ограничивает размер средств, направляемых на капитальные вложения. При составлении бюджета капитальных вложений необходимо учитывать следующие обстоятельства:

- проекты могут быть как независимыми, так и альтернативными (взаимоисключающими);
- включение очередного проекта в портфель требует нахождения источника его финансирования;
- цена капитала, используемая для оценки проектов и включения их в портфель, различна для разных проектов (например, меняется в зависимости от степени риска);
- число проектов, включаемых в портфель, не может быть бесконечно большим, так как увеличение объема планируемых к осуществлению капитальных вложений ведет к росту цены капитала;
- существуют ограничения по ресурсному и временному параметрам формируемого портфеля, что требует его оптимизации.

На практике используют два основных подхода к формированию портфеля реальных инвестиционных проектов.

Первый основан на принципе целесообразности и его используют предприятия, обладающие достаточным капиталом и не накладывающие ограничений на объем капитальных вложений. При этом портфель может формироваться на основе либо критерия IRR , либо критерия NPV .

Формирование портфеля на основе критерия IRR предполагает включение в портфель инвестиционных проектов с доходностью (с учетом риска), превышающей цену капитала. В основе лежит ранжирование проектов по критерию IRR . Строится график инвестиционных возможностей (IOS) предприятия, характеризующий рассматриваемые проекты в порядке снижения IRR (по оси абсцисс графика откладывается соответствующий объем капитальных вложений, необходимых для финансирования очередного проекта). На график IOS накладывается график предельной цены капитала (MCC) предприятия, представляющий собой график средневзвешенной цены капитала, как функции объема необходимых финансовых ресурсов. При этом график IOS является убывающим, а график MCC — возрастающим (рис. 3).

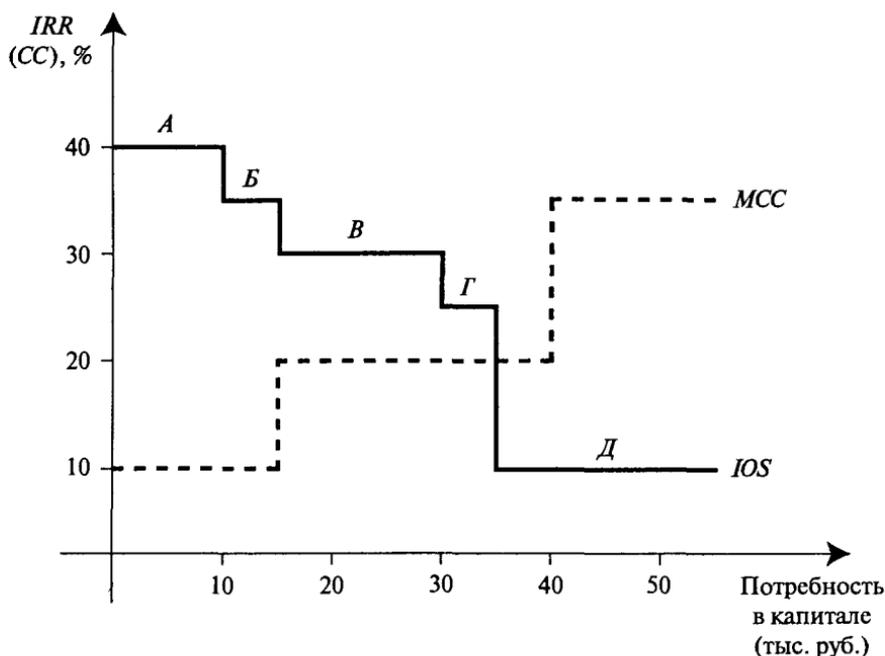


Рис. 3. Совместный анализ графиков IOS и MCC

Цена капитала принимается постоянной, т.е. подразумевается, что именно по этой цене могут быть привлечены требуемые финансовые ресурсы. Предприятие включает в портфель независимые проекты, IRR которых превышает цену капитала, и следовательно, NPV которых больше нуля, и отвергает проекты, IRR которых меньше цены капитала, что указывает на отрицательное значение NPV .

Поскольку включение в портфель все новых и новых проектов требует привлечения дополнительных источников финансирования, а возможности предприятий по мобилизации собственных ресурсов ограничены, расширение портфеля приводит к необходимости привлечения внешних источников капитальных вложений, а значит к изменению структуры источников в сторону повышения доли заемного капитала. Возрастание финансового риска предприятия в свою очередь приводит к увеличению цены капитала. Таким образом, по мере расширения портфеля IRR проектов убывает, а цена капитала возрастает. Наступает момент, когда IRR очередного проекта будет меньше цены капитала, что делает его включение в портфель нецелесообразным.

Весьма примечательной является точка на пересечении графиков IOS и MCC . Она называется **предельной ценой капитала предприятия**. Если использовать эту точку в качестве ориентира при оценке капитальных вложений в проекты средней степени риска, соответствующие решения о целесообразности принятия того или иного проекта будут корректными, а финансовая и инвестиционная политика предприятия — оптимальными. При применении любой другой нормы бюджет капитальных вложений предприятия оптимальным не будет. Исключением из общего правила является ситуация, когда большой проект является предельным и требует привлечения капитала по разным ставкам.

После формирования портфеля на основе критерия IRR с одновременным исчислением предельной цены капитала становится возможно рассчитать суммарный NPV портфеля.

Формирование портфеля на основе критерия NPV предполагает включение в портфель всех независимых инвестиционных проектов с положительными значениями NPV . При этом NPV проектов исчисляется с использованием предельной цены капитала (либо общая для всех проектов, либо индивидуальная по проектам в зависимости от структуры капитала и степени риска). В портфель также включаются те из альтернативных (взаимоисключающих) проектов, которые имеют наиболее высокие положительные значения NPV с учетом риска.

Такой подход максимизирует ценность предприятия и совокупное достояние его акционеров.

Второй подход применяют предприятия, ограничивающие свой бюджет капитальных вложений. Бюджетные ограничения могут определяться как внешними, так и внутренними факторами. Внешние факторы (жесткое нормирование) связаны с недостатком денежных средств, высокой стоимостью привлечения средств и т.п. Внутренние ограничения (мягкое нормирование капитала) связаны с ограниченностью управленческих ресурсов. В связи с бюджетными ограничениями не все проекты, удовлетворяющие критериям NPV и IRR , могут быть безоговорочно приняты. Отбор проектов в портфель при этом связан с процедурой оптимизации бюджета капитальных вложений.

Если предприятие следует политике *оптимизации бюджета*, оно осознанно отказывается от возможности максимально нарастить свой капитал в результате доступной инвестиционной деятельности. Избегая привлечения внешнего финансирования (облигационные займы, эмиссия акций, кредиты банков), опасаясь потери контроля в управлении предприятием, высокой доли заемных средств в структуре капитала предприятия ограничивают темпы расширения своей деятельности, что не может не отразиться на росте богатства предприятия и его акционеров.

Целью финансового менеджера, формирующего портфель в условиях ограниченного бюджета капитальных вложений, является отбор проектов, обеспечивающих максимизацию суммарного NPV с использованием метода линейного программирования. Линейное программирование — метод, пришедший из области операционных исследований и подразумевающий обычно использование вычислительной техники. С помощью этого метода можно вычислить оптимальные решения, когда цель (максимизация NPV) должна быть достигнута при соблюдении определенных условий (например, в условиях нормирования капитала). Если в отборе участвует не слишком много проектов, финансовый менеджер может просто перебрать все возможные совокупности проектов, которые удовлетворяют наложенному на бюджет ограничению, а затем выбрать совокупность с наибольшим суммарным NPV .

В реальной ситуации отбор проектов в портфель осложняется рядом факторов. Во-первых, — это фактор риска. При принятии решения следует делать допущение о том, что все проекты являются одинаково рисковыми и, следовательно, имеют одинаковую цену

капитала. Если отказаться от этого условия и при этом число проектов настолько велико, что невозможно провести отбор вручную, достичь оптимального решения практически невозможно, так как в настоящее время нет компьютерных программ эффективной работы с проектами различной степени риска. Во-вторых, фактор ограничения в связи со множественностью периодов (временная оптимизация). Оптимизация бюджета достигается сравнительно легко, если ограничение в капитале распространяется на один период (например, год). Однако на практике ограничения распространяются обычно на несколько лет, а финансовые источники, которые будут использованы в будущем, частично формируются за счет поступлений от ранее осуществленных инвестиций. Иными словами, ограничения по объему капитальных вложений в следующем году зависят от инвестиций, сделанных в предыдущем году, и т.д. Для решения многопериодной проблемы такого рода необходима информация об инвестиционных возможностях и доступности финансовых средств не только в текущем году, но и в будущих периодах. Кроме того, подлежащий максимизации *NPV* совокупности проектов в этом случае является суммой дисконтированных значений *NPV* каждого года в пределах анализируемого временного горизонта.

После того как портфель сформирован и оптимизирован по своим основным параметрам, предприятие приступает к реализации отдельных проектов из портфеля. Одновременно с этим возникает проблема оперативного управления портфелем.

Контрольные вопросы и задания

1. Назовите основные этапы процесса формирования портфеля реальных инвестиционных проектов.
2. Перечислите существующие классификации инвестиционных проектов.
3. Каковы важнейшие показатели и критерии оценки эффективности инвестиционных проектов?
4. В чем особенности применения различных критериев отбора проектов в портфель?
5. Раскройте смысл используемых показателей эффективности при оценке альтернативных проектов.

6. Объясните экономический смысл нахождения точки Фишера.
7. Определите методы, позволяющие устранить временную несопоставимость инвестиционных проектов.
8. В чем экономический смысл нахождения точки предельной цены капитала?
9. Назовите случаи применения метода *MIRR*, раскройте его сущность.
10. Раскройте сущность бюджетных ограничений при отборе проектов в портфель.
11. Раскройте понятие оптимизации бюджета капитальных вложений при формировании портфеля.
12. Проект имеет неординарные денежные потоки:
 - 0 год — -10 млн руб.;
 - 1 год — 15 млн руб.;
 - 2 год — 7 млн руб.;
 - 3 год — 11 млн руб.;
 - 4 год — 8 млн руб.;
 - 5 год — -12 млн руб.По критерию *NPV* проект является приемлемым; цена капитала равна 12%. Рассчитайте *MIRR* проекта и примите инвестиционное решение.
13. Предприятие имеет возможность инвестировать 150 тыс. руб. либо в проект А, либо в проект Б. Ставка дисконтирования составляет 11%. Прогноз недисконтированных денежных потоков от реализации проекта дал следующие результаты:
 - проект А позволит вернуть 60% вложенных средств в первый год его реализации и 115 тыс. руб. на следующий год, после чего будет закрыт;
 - проект Б генерирует денежные потоки в течение трех лет: в первый год — 55, во второй — 85, в третий — 90 тыс. руб.Определите предпочтительный для предприятия проект, используя:
 - метод цепных повторов;
 - метод эквивалентного аннуитета.
14. Предприятие планирует приобрести новую технологию, для чего необходимо затратить 50 млн руб. В первые три года денежные потоки от ее использования составят соответственно 10, 25 и 60 млн руб. На четвертый год при достижении финансовой устойчивости и с целью усовершенствования выпускаемой продукции, придания ей уникальных свойств предприятие планирует провести модернизацию производства, затраты на которую составят 180 млн руб. Как результат, в последующие три года денежные потоки

составят соответственно: 100, 250 и 400 млн руб. Жизненный цикл данного инвестиционного проекта оценочно равен семи годам.

Определите значение *MIRR*, если ставка дисконтирования составляет 10%.

15. Предприятие имеет возможность инвестировать до 85 млн руб. в реальные инвестиционные проекты, при этом цена капитала составляет 10%.

Проект	Годовые денежные потоки (млн руб.)				
	0	1	2	3	4
А	-30	6	11	13	12
Б	-20	4	8	12	5
В	-40	12	15	15	15
Г	-15	4	5	8	8

Составьте оптимальный инвестиционный портфель.

ОПЕРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Успешная реализация сформированного портфеля реальных инвестиционных проектов предприятия во многом определяется системой оперативного управления этим портфелем, которое включает следующие мероприятия:

- осуществление проектов;
- мониторинг портфеля;
- текущая корректировка портфеля;
- послеинвестиционный контроль.

Осуществление проектов

В осуществлении проектов основное место занимает планирование, организующее начало всего процесса реализации проектов. Центральное место в нем занимают **календарные планы**, в которых работы, выполняемые для предприятия различными организациями, увязываются во времени между собой и с возможностями их обеспечения различными видами материально-технических и трудовых ресурсов. Эти планы определяют объемы работ, их продолжительность, резервы времени и размеры ресурсов, необходимых для выполнения работ и проекта в целом.

Календарные планы реализации инвестиционных проектов разрабатываются в определенной последовательности и базируются на следующих принципах:

- пообъектная дифференциация плана;
- временная дифференциация плана;
- функциональная дифференциация плана;
- создание резерва плана;
- планирование ответственности и распределение рисков;
- обеспечение постоянного контроля выполнения плана.

Пообъектная дифференциация календарного плана означает, что планирование должно осуществляться в разрезе каждого включенного

в портфель проекта капитальных вложений. При этом в основе плана лежат базовые сроки реализации и график потока инвестиций, отраженные в бизнес-плане проектов.

Руководитель проекта, назначенный для его реализации, возглавляет разработку календарного плана. По крупным инвестиционным проектам, осуществляемым подрядным способом, к разработке календарного плана могут привлекаться представители заказчиков, подрядчиков, субподрядчиков, ответственные за планирование и успешную реализацию отдельных разделов календарного плана.

Временная дифференциация календарного плана дает возможность оценить продолжительность работ, вычислить и определить даты и моменты времени, описывающие данные работы в рамках реализуемых инвестиционных проектов. В рамках календарного плана разрабатываются годовые графики реализации инвестиционных проектов, которые уточняются и детализируются в квартальных, месячных, а иногда и декадных планах работ. По проектам, реализуемым в течение нескольких лет, годовой график реализации инвестиционных проектов составляется только на объем работ, намечаемых к выполнению в рамках планируемого календарного года. По проектам, сроки реализации которых не выходят за рамки одного года, график учитывает последовательность, объемы и сроки выполнения проекта в целом.

При разработке календарных планов реализации инвестиционных проектов широко используют методы сетевого планирования и критического пути.

Функциональная дифференциация календарного плана позволяет выделять отдельные этапы освоения капитальных вложений в инвестиционные проекты:

- подготовка проекта к реализации — включает план мероприятий по выбору подрядчиков (субподрядчиков) и заключению контрактов;
- проектно-конструкторские работы — предусматриваются только по тем инвестиционным проектам, по которым они не были проведены или завершены при их включении в портфель. Календарный план проведения этих работ определяет состав и сроки подготовки комплектов рабочих чертежей и спецификаций на оборудование, анализ и утверждение проектной документации заказчиком;
- материально-техническое обеспечение — представляется в виде детализированного списка материалов и оборудования со сроками

ми их поставки, ценовыми предложениями, потенциальными поставщиками и т.п. Этот блок календарного плана должен быть четко увязан по времени с блоком осуществления строительно-монтажных работ;

- строительно-монтажные работы — требуют особенно четкой проработки в ходе составления календарного плана реализации инвестиционных проектов. План должен содержать: сроки начала и окончания каждого вида и этапа работ; динамику использования машин, механизмов, техники, материалов, рабочей силы;

- ввод в эксплуатацию — предусматривает подготовку персонала для эксплуатации объектов; закупку и доставку сырья и материалов для обеспечения работы введенных объектов; планирование пусконаладочных работ и т.п. Ввод в действие завершает процесс прямого инвестирования в проект, после чего начинается эксплуатация инвестиционного проекта;

- освоение проектных мощностей — включает мероприятия, обеспечивающие выход объекта на проектные технико-экономические показатели.

Создание резерва, обеспечивающего реальность планирования, является важным принципом разработки календарного плана. Резерв времени, необходимый для выполнения работ по проекту, должен составлять около 10—12% общего времени календарного плана. Данный резерв времени обычно распределяется между участниками проекта и оговаривается в контракте.

Соблюдение принципа **планирования ответственности и распределения рисков** также обеспечивает реальность реализации инвестиционного проекта как со стороны заказчика (инвестора), так и со стороны подрядчика (исполнителя работ). Исходя из обязанностей, вытекающих из заключенных контрактов, ответственность исполнения отдельных видов работ и мероприятий календарного плана распределяется между заказчиком и подрядчиком. Параллельно на заказчика и подрядчика возлагаются и риски. Планирование ответственности и рисков имеет целью защитить инвестора от катастрофического риска и минимизировать дополнительные затраты его капитала на реализацию инвестиционного проекта.

Внутреннее страхование рисков осуществляется обычно путем создания финансовых резервов в рамках бюджета реализации инвестиционного проекта. Кроме того, в календарном плане могут предусматриваться мероприятия по внешнему страхованию рисков.

Обеспечение постоянного контроля выполнения плана позволяет успешно реализовывать инвестиционный проект. По результатам контроля выявляются проблемы, связанные с реализацией проекта, и определяются возможности ускорения отдельных видов работ с целью соблюдения календарного плана. Для достижения реалистичности календарного плана он при необходимости может корректироваться.

Наряду с календарным планом эффективность инвестиционных проектов в значительной степени определяется **финансовым планом** или **бюджетом**. Бюджет реализации инвестиционных проектов отражает расходы и поступления средств, связанные с осуществлением проектов. В ходе разработки бюджета определяются объемы и структура расходов по реализации инвестиционных проектов в разрезе отдельных этапов календарного плана, а также обеспечивается необходимое покрытие этих расходов в пределах общего объема финансирования проектов. Основой для разработки бюджета являются календарный план, сметы затрат, разработанные в разрезе отдельных функциональных блоков календарного плана, графики инвестиционных потоков и денежных потоков для возмещения инвестиционных затрат.

В процессе осуществления инвестиционных проектов разрабатываются два вида бюджетов:

1) бюджет капитальных затрат (капитальный бюджет) — разрабатывается на этапе проведения строительно-монтажных работ, связанных с новым строительством, расширением, реконструкцией и техническим перевооружением объектов;

2) бюджет текущих денежных доходов и расходов (текущий бюджет) — разрабатывается на этапе эксплуатации объектов (после их ввода в действие).

При разработке бюджета реализации инвестиционных проектов иногда используется метод *гибкого бюджета*, который предусматривает планирование капитальных и текущих затрат не в твердо фиксируемых суммах, а в виде норматива расходов, привязанных к соответствующим объемным показателям. По инвестиционному циклу это может быть показатель объема строительно-монтажных работ, а на стадии эксплуатации объекта — объем выпуска или реализации продукции (товаров, услуг). Гибкий бюджет позволяет оперативно корректировать финансовые потоки бюджета в зависимости от реального объема деятельности и тем самым оперативно управлять реализацией инвестиционных проектов.

Мониторинг портфеля

Мониторинг портфеля представляет собой разработанный предприятием механизм осуществления постоянного наблюдения за важнейшими показателями реализации инвестиционных проектов, включенных в портфель. Основные цели системы мониторинга:

- своевременное обнаружение отклонений от календарного плана и бюджета отдельных инвестиционных проектов, входящих в портфель;
- анализ причин, вызвавших отклонения;
- разработка предложений по корректировке отдельных направлений инвестиционной деятельности с целью повышения ее эффективности.

Мониторинг должен выявлять просчеты и проблемы заблаговременно. Построение системы мониторинга включает в себя выбор и оценку различных показателей реализации проектов. Показатели могут выражаться в натуральной форме (например, количество дополнительных единиц продукции, полученных от установки нового оборудования) и в денежной форме. Система информативных и оценочных показателей должна давать возможность проверить, планомерно ли тратятся средства и насколько своевременно выполняются те или иные работы. Все это требует организации эффективной информационной системы, которая позволит контролировать процесс реализации проектов и его ключевые параметры.

Периодичность формирования базы данных для мониторинга определяется исходя из периодичности календарного плана и бюджета реализации инвестиционных проектов. При этом объектом мониторинга является оперативная сводка (декадная, двухнедельная), месячный и квартальный отчеты.

Отклонения от запланированных показателей, выявленные в процессе мониторинга, сигнализируют о необходимости дополнительной проверки и анализа основных причин, вызвавших это отклонение. Для нормализации хода реализации отдельных инвестиционных проектов в портфеле могут быть использованы резервы в разрезе отдельных функциональных блоков календарного плана, а также финансовый резерв бюджета. Если нормализовать ход реализации инвестиционных проектов невозможно, завершающим этапом мониторинга может быть обоснование текущей корректировки инвестиционного портфеля и предложения о «выходе» из отдельных инвестиционных проектов.

Текущая корректировка портфеля

Этот процесс объективный и связан, с одной стороны, с появлением на инвестиционном рынке новых более эффективных объектов, а с другой — с существенным снижением эффективности отдельных инвестиционных проектов в ходе их осуществления. В условиях изменившейся конъюнктуры инвестиционного рынка инвестор будет стремиться к пересмотру своего портфеля с целью повышения общей его эффективности. Исходя из целей формирования портфеля и сопоставимой оценки эффективности имеющихся и новых капитальных вложений, необходимо оптимизировать состав портфеля с учетом изменившейся конъюнктуры.

Принятие решений о «выходе» из отдельных инвестиционных проектов вызывается либо недостаточно обоснованным отбором проектов по критерию эффективности на стадии формирования портфеля, либо существенными просчетами в прогнозировании макроэкономических или отраслевых показателей развития инвестиционного рынка. Данное управленческое решение является ответственным и сложным делом, поскольку влечет за собой потерю не только ожидаемого дохода, но и части вложенного капитала, поэтому оно должно быть всесторонне обоснованно и базироваться не только на глубоком анализе текущей конъюнктуры инвестиционного рынка, но и на прогнозе ее дальнейшего развития. На предприятиях могут разрабатываться специальные модели принятия подобных решений, включающие в себя:

- оценку эффективности имеющихся в портфеле инвестиционных проектов;
- прогнозирование факторов возможного снижения эффективности отдельных инвестиционных проектов портфеля;
- разработку критериев и наиболее эффективных форм «выхода» из инвестиционных проектов;
- разработку процедуры принятия и реализации управленческих решений по реинвестированию капитала.

К основным причинам существенного снижения эффективности реализуемых инвестиционных проектов могут относиться:

- значительное увеличение сроков продолжительности строительства объекта капитальных вложений;
- существенное возрастание уровня цен на строительные материалы и ресурсы;

- резкое увеличение стоимости выполнения строительно-монтажных работ;
- значительное увеличение расходов на оплату труда, связанное с государственной социальной политикой и регулированием уровня оплаты труда;
- заметное повышение уровня конкуренции в отрасли к моменту начала эксплуатации инвестиционного проекта;
- рост объема и удельного веса привлекаемых заемных источников финансирования проектов;
- ощутимое увеличение ставки процентов за кредит в связи с изменением конъюнктуры денежного рынка;
- продолжительный спад экономической активности в отрасли, в которой реализуется инвестиционный проект;
- недостаточно обоснованный подбор подрядчиков (субподрядчиков) для осуществления проекта;
- ужесточение системы налогообложения и др.

Критериями «выхода» из инвестиционных проектов могут являться: снижение IRR и NPV ; увеличение PP ; возрастание продолжительности инвестиционного цикла до начала эффективной эксплуатации объекта; снижение намеченного в бизнес-плане срока возможной эксплуатации объекта и др. Численное значение критериев предприятие устанавливает с учетом особенностей своей инвестиционной деятельности.

Формами «выхода» из инвестиционных проектов являются:

- отказ от реализации проекта до начала строительно-монтажных работ;
- продажа частично реализованного инвестиционного проекта в форме объекта незавершенного строительства;
- продажа инвестиционного объекта на стадии его эксплуатации;
- привлечение дополнительного паевого капитала с минимизацией своего паевого участия (на любой стадии реализации проекта);
- акционирование инвестиционного проекта с минимизацией своей доли акционерного капитала в проекте (на любой стадии реализации проекта);
- продажа реализуемого инвестиционного проекта по частям.

Возможности быстрого «выхода» из инвестиционного проекта должны рассматриваться еще на стадии разработки и оценки бизнес-планов.

Послеинвестиционный контроль

Этот вид контроля иногда путают с мониторингом. Эффективная организация мониторинга снижает потребность в послеинвестиционном контроле, который возникает после того, как проекты прошли значительную часть своей жизни. Поэтому на данной стадии управления портфелем имеется меньше возможностей что-то исправить или улучшить.

Послеинвестиционный контроль направлен на улучшение будущих инвестиционных решений в области капитальных вложений. Он обеспечивает подведение итогов инвестиционных проектов портфеля. Успех проектов оценивается по тем же критериям, которые использовались для их отбора. Основное внимание в ходе послеинвестиционного контроля уделяется параметрам инвестиций, которые являются решающими для успеха проектов. При этом всестороннее исследование произведенных капитальных вложений не является целью контроля.

Проведение послеинвестиционного контроля требует времени и значительных затрат. Время проведения контроля строго не определено, обычно его начинают после того, как инвестиционные проекты достигли стадии своего осуществления, на которой отмечаются положительные результаты. Далеко не все инвестиционные проекты подвергаются послеинвестиционному контролю: из портфеля выбирают наиболее капиталоемкие, рискованные и стратегически важные проекты.

Послеинвестиционный контроль позволяет:

- убедиться, что затраты и технические характеристики проектов удовлетворяют первоначальному плану;
- повысить уверенность в том, что инвестиционные проекты тщательно проработаны и четко оценены;
- улучшить оценку последующих инвестиционных проектов.

Главная польза послеинвестиционного контроля состоит во влиянии, которое он оказывает на инициаторов проектов. Именно отчетность о результатах реализации инвестиционных проектов повышает ответственность в проведении оценки и отбора проектов в портфель. Для того чтобы исключить субъективизм в оценке результатов осуществления проектов портфеля, послеинвестиционный контроль должны проводить независимые эксперты.

Контрольные вопросы и задания

1. Сформулируйте понятие оперативного управления портфелем реальных инвестиционных проектов.
2. Для каких целей используются календарные планы и бюджеты реализации проекта?
3. Назовите критерии и формы «выхода» из инвестиционного проекта.
4. Определите роль послеинвестиционного контроля в процессе оперативного управления портфелем.
5. В чем разница между мониторингом портфеля и послеинвестиционным контролем?

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ

8.1. Этапы формирования и управления портфелем ценных бумаг

Формирование и управление портфелем ценных бумаг представляет собой процесс принятия инвестиционного решения относительно ценных бумаг, в которые осуществляются инвестиции, объемов и сроков инвестирования.

На практике существует два способа управления портфелем ценных бумаг предприятия: самостоятельный и трастовый. При *самостоятельном* способе все управленческие функции, связанные с портфелем, выполняются менеджерами предприятия. Для этого создается специальное структурное подразделение — фондовый отдел, который определяет цели и тип портфеля; разрабатывает стратегию и тактику управления портфелем; осуществляет оперативное планирование движения ценных бумаг в портфеле исходя из заданных целей; производит операции, относящиеся к управлению портфелем; анализирует состав, структуру и динамику движения ценных бумаг в портфеле; принимает и реализует практические решения, направленные на ревизию портфеля, его пересмотр и корректировку. На предприятиях с небольшим портфелем ценных бумаг функции фондового отдела обычно выполняет один квалифицированный менеджер.

При *трастовом* способе предприятие на основе договора доверительного управления имуществом (траста) передает функции управления портфелем банку или другому юридическому лицу, занимающемуся подобной деятельностью.

Работа по формированию и управлению портфелем ценных бумаг складывается из ряда последовательных этапов:

- 1) выработка инвестиционной политики, в рамках которой определяются инвестиционные цели предприятия-инвестора, а также соотношение ожидаемой доходности и риска;

2) финансовый анализ, в ходе которого изучаются отдельные виды и группы ценных бумаг с целью выявления случаев их недооценки рынком;

3) формирование портфеля, смыслом которого является определение конкретных бумаг для инвестирования и размера вкладываемых в них средств;

4) пересмотр портфеля, выявление бумаг, которые необходимо продать или купить;

5) оценка эффективности портфеля по показателям риска и доходности, их сравнение с показателями соответствующего эталонного портфеля.

8.2. Выработка инвестиционной политики

Для выработки инвестиционной политики главным является определение инвестиционной цели инвестора. Согласно современной теории портфеля цели инвестора проявляются в его отношении к риску и ожидаемой доходности. Одним из широко применяемых методов определения таких целей является построение *кривой безразличия*, характеризующей предпочтения инвестора. Это — кривая на критериальной плоскости, состоящая из оценок эквивалентных портфелей. Выбор между портфелями, оценки которых лежат на такой кривой, безразличен для инвестора (отсюда и название кривых). Вместе с тем сравнение портфелей, оценки которых лежат на разных кривых, свидетельствуют, что любой портфель с оценкой на одной кривой может быть предпочтительнее любого портфеля с оценкой на другой.

Кривая безразличия может быть представлена как двухмерный график: по оси абсцисс откладывается риск, мерой которого является стандартное отклонение, а по оси ординат — вознаграждение за риск, мерой которого является ожидаемая доходность.

На рисунке 4 представлены три кривые безразличия, каждая из которых представляет собой все возможные комбинации оценок инвестора в отношении риска и доходности портфелей.

Кривые безразличия имеют два важных свойства. Первое — все портфели, лежащие на одной кривой безразличия, являются равноценными. Портфели А и Б будут равноценными для инвестора, несмотря на то, что они имеют различные ожидаемые доходности

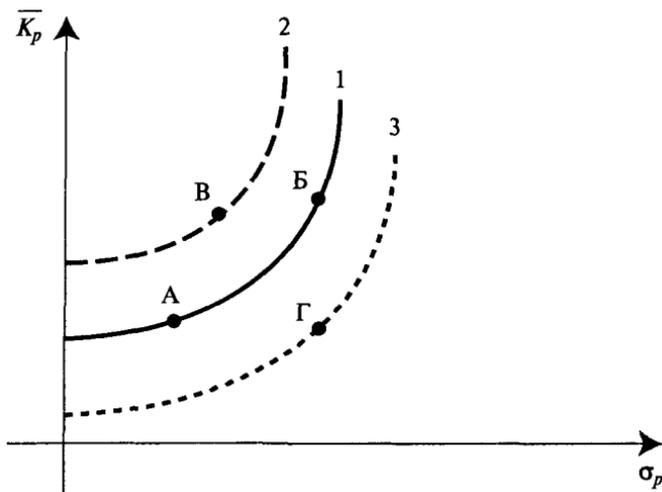


Рис. 4. Кривые безразличия инвестора

и стандартные отклонения. При этом портфель Б имеет больший риск, чем портфель А, и с точки зрения этого параметра он хуже, зато портфель Б выигрывает в сравнении с портфелем А за счет более высокой ожидаемой доходности.

Второе важное свойство кривых безразличия: любой портфель, лежащий на кривой безразличия, расположенной выше и левее, более привлекателен для инвестора по сравнению с портфелем, лежащим на кривой, находящейся ниже и правее. Портфель В, который лежит на кривой безразличия 2, находящейся выше и левее кривой 1, имеет большую доходность, чем портфель А, что компенсирует его больший риск, но в то же время у портфеля В меньший риск, чем у портфеля Б, что компенсирует его меньшую ожидаемую доходность. Поэтому портфель В предпочтительнее для инвестора по сравнению с портфелями А и Б. В силу описанных свойств кривых безразличия они, естественно, не пересекаются.

Исходя из отношения к риску и доходности и их оценок, инвестор может иметь бесконечное число кривых безразличия. Эти кривые проходят через каждую точку критериальной плоскости, целиком заполняя ее. Характер расположения кривых означает индивидуальную для инвестора взаимозаменяемость доходности и риска. Крутые кривые безразличия означают более осторожного инвестора, чем пологие кривые (рис. 5).

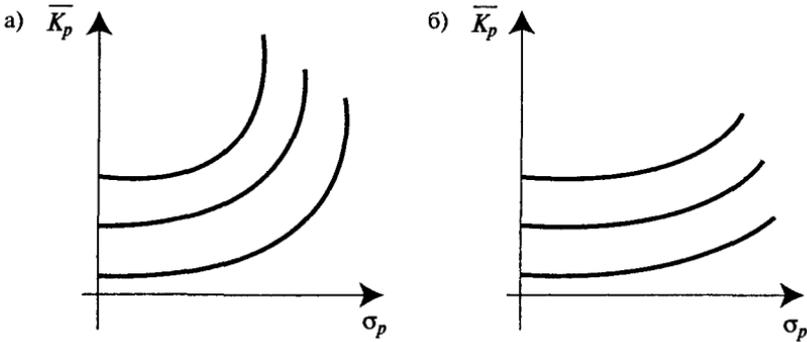


Рис. 5. Виды кривых безразличия: а) крутые кривые, б) пологие кривые

В первом случае инвестор готов допустить малое увеличение риска лишь с компенсацией в виде значительного увеличения доходности. Во втором — инвестор ради небольшого увеличения доходности готов принять значительное увеличение риска.

Таким образом, менеджер в работе по формированию и управлению портфелем должен определить ожидаемую доходность и риск для каждого потенциального портфеля, построить график и затем выбрать один портфель, который лежит на кривой безразличия, расположенной выше и левее относительно других кривых.

При выборе портфеля на базе кривых безразличия менеджер исходит из двух предположений: о ненасыщаемости и избегании риска. Предполагается, что инвестор всегда предпочитает увеличение уровня своего благосостояния. Инвестор, делающий выбор между двумя одинаковыми во всем (кроме ожидаемой доходности) портфелями, выберет портфель с большей ожидаемой доходностью. Однако если инвестору нужно выбрать между портфелями, имеющими одинаковый уровень ожидаемой доходности, но разную степень риска, он выберет портфель с меньшим риском.

Главными параметрами при управлении портфелем, которые необходимо определить менеджеру, являются его ожидаемая доходность и риск. Формируя портфель, менеджер не может точно определить будущую динамику его доходности и риска, поэтому свой инвестиционный выбор он строит на ожидаемых значениях. Данные величины оцениваются на основе статистических отчетов за предыдущие периоды времени. Полученные оценки менеджер может корректировать согласно своим ожиданиям развития будущей конъюнктуры.

Поскольку портфель, формируемый инвестором, состоит из набора различных ценных бумаг, ожидаемая доходность и риск портфеля должны зависеть от ожидаемой доходности и риска каждой отдельной ценной бумаги. Кроме того, ожидаемая доходность портфеля зависит от размера начального капитала, инвестированного в данные ценные бумаги.

Ожидаемая доходность портфеля \overline{K}_p может быть вычислена двумя способами. Первый способ основан на использовании стоимостей на конец периода и заключается в вычислении ожидаемой цены портфеля в конце периода и уровня его доходности:

$$\overline{K}_p = \frac{W_1 - W_0}{W_0},$$

где W_1 — ожидаемая стоимость портфеля в конце периода;
 W_0 — начальная стоимость портфеля.

Второй способ построен на использовании ожидаемой доходности ценных бумаг, которая вычисляется как средневзвешенная ожидаемых доходностей ценных бумаг, входящих в портфель. Относительные рыночные курсы ценных бумаг портфеля используются в качестве весов.

$$\overline{K}_p = \sum_{j=1}^N x_j \cdot \overline{k}_j = x_1 \cdot \overline{k}_1 + x_2 \cdot \overline{k}_2 + \dots + x_N \cdot \overline{k}_N,$$

где x_j — доля начальной стоимости портфеля, инвестированная в ценную бумагу j ;
 \overline{k}_j — ожидаемая доходность ценной бумаги j ;
 N — количество ценных бумаг в портфеле.

Инвестор, который желает получить наибольшую возможную ожидаемую доходность, должен иметь портфель, состоящий из одной ценной бумаги, у которой ожидаемая доходность наибольшая. Однако менеджер посоветует инвестору диверсифицировать свой портфель, т.е. включить в него несколько ценных бумаг, снижая тем самым риск.

Диверсификация — сознательное комбинирование ценных бумаг, при котором достигается не просто их разнообразие, но и определенная взаимосвязь между доходностью и риском. Применение диверсификации позволяет снизить инвестиционные риски по портфелю.

Существует ряд рисков, связанных с ценными бумагами:

- общий риск — представляет собой совокупность всех рисков, связанных с осуществлением финансовых инвестиций;

- рыночный (систематический) риск — возникает под влиянием общих факторов, затрагивающих рынок в целом, и охватывает все предприятия, представленные на рынке. Этот риск нельзя устранить диверсификацией;

- специфический (несистематический) риск — возникает под воздействием уникальных, специфических для отдельного предприятия факторов и влияет на доходы отдельных ценных бумаг. Этот риск может быть сокращен путем диверсификации.

Инвестиционный риск портфеля определяется как изменчивость доходности, которая измеряется стандартным отклонением (дисперсией) распределения доходности портфеля.

Ожидаемый риск портфеля представляет собой сочетание стандартных отклонений (дисперсий) входящих в него ценных бумаг. Однако в отличие от ожидаемой доходности риск портфеля не является обязательно средневзвешенной величиной дисперсией доходности ценных бумаг. Различные ценные бумаги могут по-разному реагировать на изменение конъюнктуры рынка, в результате стандартные отклонения их доходности в ряде случаев будут гасить друг друга, что приведет к снижению риска портфеля. Риск портфеля зависит от того, в каком направлении и в какой степени меняются доходности входящих в него ценных бумаг при изменении конъюнктуры рынка.

Для определения степени взаимосвязи и направления изменения доходностей ценных бумаг используют показатели *ковариации* и *коэффициента корреляции*.

Показатель ковариации доходности ценных бумаг (COV_{xy}) определяется по формуле

$$COV_{xy} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (k_x - \bar{k}_x) \cdot (k_y - \bar{k}_y),$$

где k_x — норма дохода по ценной бумаге x ;

\bar{k}_x — ожидаемая норма дохода по ценной бумаге x ;

k_y — норма дохода по ценной бумаге y ;

\bar{k}_y — ожидаемая норма дохода по ценной бумаге y ;

n — количество вариантов (наблюдений) за доходностью ценных бумаг.

При положительном значении ковариации доходность ценных бумаг изменяется в одном направлении, при отрицательном — в обратном, при нулевом значении ковариации взаимосвязь между доходностями активов отсутствует.

Другим показателем степени взаимосвязи изменения доходностей ценных бумаг служит коэффициент корреляции (r_{xy}). Он рассчитывается по формуле

$$r_{xy} = \frac{COV_{xy}}{\sigma_x \cdot \sigma_y},$$

где σ_x — стандартное отклонение доходности ценной бумаги x ;
 σ_y — стандартное отклонение доходности ценной бумаги y .

Коэффициент корреляции изменяется в пределах от -1 до $+1$. При положительном значении коэффициента доходности ценных бумаг изменяются в одном направлении с изменением конъюнктуры, при отрицательном — в противоположном. При нулевом значении коэффициента корреляция связь между доходностями ценных бумаг отсутствует.

Риск портфеля, состоящего из двух ценных бумаг, рассчитывается по формуле

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_x^2 \cdot d_x^2 + \sigma_y^2 \cdot d_y^2 + 2d_x d_y (r_{xy} \sigma_x \sigma_y)},$$

где σ_p — стандартное отклонение по портфелю;
 d_x — доля ценной бумаги x в портфеле;
 d_y — доля ценной бумаги y в портфеле;
 r_{xy} — коэффициент корреляции между ценными бумагами x и y .

Риск портфеля, объединяющего в себе большее число ценных бумаг, требует построения ковариационной матрицы с данными о дисперсии и ковариации бумаг и ее решения.

Часто на практике используется модель ценообразования на капиталные активы (*САРМ*), в основе которой лежит предположение, что норма дохода по рисковому активу складывается из нормы дохода по безрисковому активу (безрисковой ставки) и премии за риск, которая связана с уровнем риска по данному активу.

Фундаментальное допущение, лежащее в основе данной модели, состоит в том, что та часть ожидаемого дохода по ценной бумаге, которая приходится на премию за риск, является функцией связанного с данной ценной бумагой систематического риска. Поскольку специфический риск легко можно устранить диверсификацией портфеля, с точки зрения рынка он не является необходимым и рынок «не вознаграждает» инвестора за этот риск; вознаграждение за риск зависит только от систематического риска.

Для измерения величины систематического риска существует специальный показатель — *бета-коэффициент*. Он характеризует неустойчивость (изменчивость) дохода отдельной ценной бумаги относительно доходности рыночного портфеля. Рассчитать бета-коэффициент можно, используя следующую формулу:

$$\beta = \frac{r_x \cdot \sigma_x}{\sigma}$$

где r_x — корреляция между доходностью ценной бумаги x и средним уровнем доходности ценных бумаг на рынке;

σ — стандартное отклонение доходности по рынку ценных бумаг в целом.

Уровень риска отдельных ценных бумаг определяется на основе значений бета-коэффициента следующим образом:

$\beta = 1$ — средний уровень риска;

$\beta > 1$ — высокий уровень риска;

$\beta < 1$ — низкий уровень риска.

По портфелю бета-коэффициент рассчитывается как средневзвешенный коэффициент отдельных видов входящих в портфель ценных бумаг, где в качестве весов берется их удельный вес в портфеле.

8.3. Финансовый анализ

Цель финансового анализа портфеля ценных бумаг — подготовка данных, необходимых для работы менеджера по управлению портфелем. Проведение финансового анализа связано с определением конкретных характеристик ценных бумаг и выявлением тех из них, которые представляются инвесторам неверно оцененными в настоящем. При определении основных характеристик ценных бумаг рассматриваются главные факторы, влияющие на ценные бумаги, и устанавливается их потенциальная подверженность этому влиянию. Таким фактором может быть, например, размер налоговых выплат, который не одинаков для ценных бумаг, представляющих интерес для инвестора.

Существенное влияние на принятие инвестиционных решений оказывает уровень инфляции, с увеличением периода которой доход по акциям существенно меняется. Менеджер должен также учитывать взаимосвязь прибыли, дивидендов и инвестиций. Выплата более высоких дивидендов и увеличение размера инвестиций требуют получения

дополнительных средств извне, что достигается, в частности, за счет новой продажи акций. Поэтому необходимо проанализировать дивидендную политику предприятия, вероятный приток средств инвесторов в будущем. На основе такого анализа оценивают ставку дивидендной доходности ценной бумаги в перспективе (например, в следующем году) и определяют вероятность ее включения в портфель. Также необходимо установить возможный риск по данной ценной бумаге, чтобы не подвергать риску весь портфель.

Выявление неверно оцененных ценных бумаг обычно проводится с помощью методов фундаментального анализа и включает поиск и обнаружение таких ситуаций, когда оценки менеджером будущих доходов и дивидендов предприятия либо существенно отличаются от общепринятого мнения, либо являются более точными, либо еще не получили отражение в рыночном курсе ценных бумаг.

В рамках фундаментального анализа неверно оцененные ценные бумаги могут выявляться на основе определения их внутренней (истинной) стоимости.

Считается, что *внутренняя (истинная) стоимость* любого актива равна приведенной стоимости всех наличных денежных потоков, которые владелец актива рассчитывает получить в будущем. Поэтому менеджер стремится определить время поступления и величину этих наличных денежных потоков, затем рассчитывает их приведенную стоимость, используя соответствующую ставку дисконтирования, и составляет прогноз величины дивидендов и доходов, которые будут получены и выплачены в будущем.

Процедура анализа аналогична методу чистой приведенной стоимости и базируется на методе оценки путем капитализации дохода. Если применить данный метод к оценке облигаций, суть его будет состоять в сравнении двух значений показателя доходности к погашению: существующей и требуемой (т.е. того значения, которое, по мнению менеджера, является правильным). Внутренняя стоимость облигации (V) может быть вычислена по следующей формуле:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1 + y^*)^t},$$

где C_t — предполагаемый денежный поток (денежные выплаты инвестору) по годам;

y^* — требуемая доходность к погашению (являющаяся «правильной», по мнению менеджера);

T — остаточный срок обращения.

Так как цена покупки облигации — это ее рыночный курс (P), то для менеджера чистая приведенная стоимость (NPV) равняется разности между внутренней стоимостью облигации (V) и ценой покупки:

$$NPV = V - P.$$

Если облигация имеет положительное значение NPV , она является недооцененной. Отрицательное значение NPV свидетельствует о переоцененности облигации. Наконец, значение NPV , равное нулю, рассматривается как точно оцененная облигация.

Метод капитализации дохода можно применить к оценке акций. Внутренняя (истинная) стоимость капитала (V) будет рассчитываться как сумма приведенных стоимостей ожидаемых поступлений и выплат:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+i)^t},$$

где F_t — ожидаемое поступление (или выплата), связанное с данным капиталом в момент времени t .

Так как денежный поток ожидается в будущем, его величина корректируется с помощью ставки дисконтирования, чтобы учесть не только изменение стоимости денег во времени, но также и фактор риска.

В приведенном равенстве ставка дисконтирования предполагается постоянной в течение всего времени инвестирования (до бесконечности). Для удобства расчетов текущий момент времени принимается равным нулю. Если затраты на приобретение актива в момент времени $t=0$ составляют P , его чистая приведенная стоимость (NPV) равна разности между внутренней стоимостью актива и затратами на приобретение:

$$NPV = V - P.$$

Расчет NPV дает возможность принимать решение о приобретении актива (акции). Акция рассматривается как приемлемая и считается недооцененной, если ее $NPV > 0$. Акция рассматривается как неприемлемая и называется переоцененной, если ее $NPV < 0$.

Так как финансовые поступления, связанные с инвестициями в обыкновенные акции, — это дивиденды, которые владелец акций

ожидает получить в будущем, то способ оценки акций по методу капитализации дохода называют *моделью дисконтирования дивидендов*. Для определения внутренней стоимости акций (V) используют равенство:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t},$$

где D_t — ожидаемые выплаты по акции в период времени t .

Дополнительные трудности в расчетах возникают в связи с необходимостью прогнозирования бесконечного потока платежей, складывающихся из дивидендных выплат, так как время обращения обыкновенных акций не ограничено. Решить данную проблему и провести расчеты можно, делая некоторые предположения относительно роста дивидендов в будущем.

Первое предположение заключается в том, что размер дивидендов останется неизменным. Это простейший случай, когда темп роста дивидендов равен нулю, — *модель нулевого роста*. Внутренняя стоимость акции (V) в этом случае определяется по формуле

$$V = \frac{D_0}{k},$$

где D_0 — фиксированные дивиденды.

Модель с нулевым ростом применяется также для определения внутренней стоимости привилегированных акций, так как по большинству привилегированных акций регулярно выплачиваются дивиденды фиксированного размера.

Второе предположение связано с изменяющимися дивидендами, которые растут от периода к периоду в одной пропорции (дивиденды с одинаковым темпом роста). *Модель постоянного роста* предполагает, что дивиденды на одну акцию, выплаченные за предыдущий год (D_0), вырастут в данной пропорции (g) так, что в следующем году ожидаются выплаты в размере: $D_1 = D_0 (1 + g)$, через год — в размере $D_2 = D_1 (1 + g)$ и т.д. Тогда внутренняя стоимость акции будет равна:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 (1+g)^t}{(1+k)^t}.$$

Третье предположение описывается с помощью *модели переменного роста*. Главная особенность этой модели — период времени в буду-

шем (T), после которого ожидается, что дивиденды будут расти с постоянным темпом (g). При этом необходимо составить прогноз дивидендов до периода T исходя из индивидуального прогноза по величине дивидендов для каждого подпериода, а также спрогнозировать наступление момента времени T , после наступления которого дивиденды будут расти следующим образом:

$$D_{T+1} = D_T (1 + g);$$

$$D_{T+2} = D_{T+1} + (1 + g) = D_T (1 + g)^2;$$

$$D_{T+3} = D_{T+2} + (1 + g) = D_T (1 + g)^3 \text{ и т.д.}$$

Внутренняя стоимость акции в этой модели будет определяться как сумма приведенной стоимости дивидендов, выплачиваемых до периода T включительно, и приведенной стоимости всех выплат дивидендов после периода T . Формула расчета внутренней стоимости акций будет иметь следующий вид:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{D_{T+1}}{(k-g)(1+k)^T}.$$

Определенная таким образом внутренняя стоимость акций сравнивается с ее текущим рыночным курсом (P). Если акция недооценена, ее внутренняя стоимость выше текущего курса ($V > P$), и такие акции рекомендуют покупать. В случае превышения текущего курса над внутренней стоимостью ($V < P$) акция считается переоцененной, что служит сигналом к ее продаже.

8.4. Формирование портфеля ценных бумаг

На основе тщательного изучения отдельных видов и групп ценных бумаг, выявления возможных случаев их недооценки рынком менеджер определяет конкретные бумаги для инвестирования и суммы вкладываемых в них средств.

Существует две тактики управления портфелем ценных бумаг: пассивная и активная.

Под *пассивным управлением* понимают приобретение и владение ценными бумагами в течение весьма продолжительного времени с небольшими и редкими изменениями портфеля. Пассивные менеджеры предполагают, что все финансовые рынки относительно эффективны

для достижения успеха в выборе ценных бумаг или времени их приобретения. Они принимают решения исходя из общепринятой на рынке оценки риска и доходности. Их тактика состоит в создании хорошо диверсифицированного портфеля с заранее определенным уровнем риска и продолжительном удерживании его в неизменном состоянии (за исключением реинвестирования доходов и некоторой корректировки портфеля для достижения точного соответствия выбранному показателю). Сформированные ими портфели представляют собой зеркальное отражение *рыночного портфеля*, состоящего из всех ценных бумаг, присутствующих на рынке, в том же их соотношении относительно совокупной стоимости фондовых инструментов на рынке.

Понятие «рыночный портфель» является в большей степени теоретическим и используется для упрощения понимания ситуации в реальной жизни и описания поведения инвестора на рынке. Модель создания рыночного портфеля предполагает, что все инвесторы имеют одинаковую информацию и оценки относительно риска и ожидаемой доходности ценных бумаг и что их интересуют только два параметра — риск и доходность. Одновременно инвесторы могут свободно занимать и предоставлять средства под ставку без риска; отсутствуют транзакционные расходы; налоги не оказывают влияния на принимаемые решения. Все инвесторы одинаковым образом оценивают ситуацию и будут формировать одинаковый по составу портфель, в который в результате серии покупок и продаж ценных бумаг войдут инструменты в соответствии с их удельными весами на рынке.

В реальной жизни практически невозможно сформировать действительно рыночный портфель как он понимается в теории, поскольку он должен включать в себя все финансовые активы. Поэтому на практике в качестве рыночных рассматриваются портфели, которые образованы на основе индексов с широкой базой, например, индекса S&P 500.

При пассивном управлении портфелем менеджер выбирает в качестве цели некий индекс и формирует портфель, изменение доходности которого соответствует динамике данного индекса. Отсюда пассивное управление получило название индексирования, а сами пассивные портфели — индексных фондов.

Стратегия, которой следуют пассивные менеджеры, предполагает отсутствие стремления достигнуть эффективности, превышающей эффективность первоначально составленного портфеля. Графически пример пассивного управления портфелем менеджером представлен на рис. 6.

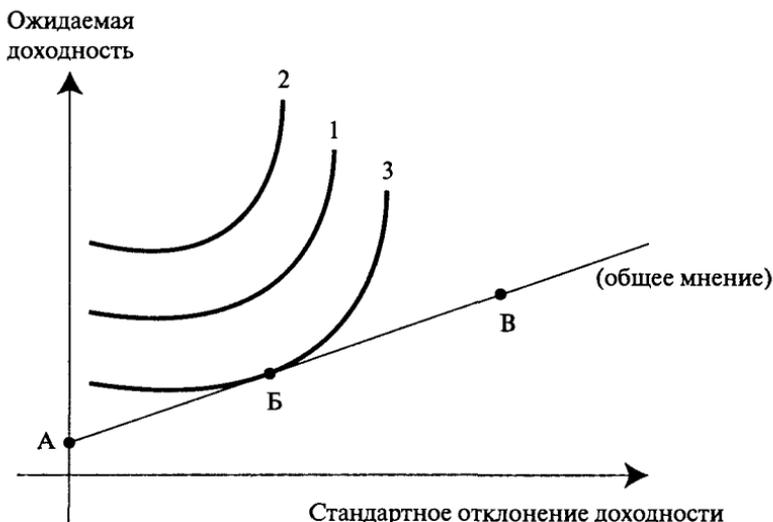


Рис. 6. Пассивное управление портфелем ценных бумаг

Менеджер формирует портфель, в котором сочетание безрисковых ценных бумаг и индексного фонда схоже с рыночным портфелем (общее мнение). Точка А показывает доходность с нулевым риском, которую обеспечивают безрисковые ценные бумаги. Точка В — риск и ожидаемую доходность среднерыночного портфеля, которые соответствуют общему мнению на рынке. Линия, идущая через точки А и В, представляет собой сочетание двух типов инвестиций. Кривые безразличия (1, 2, 3) показывают отношение инвестора, для которого менеджер формирует портфель, к риску и доходности. Точка Б, в которой кривая безразличия является касательной к линии АВ, представляет собой оптимальное сочетание доходности и риска.

Обычно при пассивном управлении менеджер вносит изменения в портфель, если меняются предпочтения инвестора, значение безрисковой ставки, либо общие прогнозы риска и доходности рыночного портфеля. Поэтому задача менеджера по управлению портфелем заключается в наблюдении за значениями безрисковой ставки и состоянием индексного фонда, а также постоянном контакте с инвестором. Практика показывает, что только 4% западных менеджеров используют в своей деятельности пассивную тактику.

Активные менеджеры имеют собственные прогнозы риска и ожидаемой доходности, которые отличаются от общего мнения рынка.

Они считают, что время от времени появляются неверно оцененные рынком ценные бумаги. При этом одни менеджеры могут быть настроены как «быки» по сравнению с общим мнением рынка относительно той или иной бумаги, другие — как «медведи». Первые будут держать в своем портфеле ценные бумаги в пропорции большей, чем нормальная, а вторые — меньшей.

Основой *активного управления* портфелем является выбор ценных бумаг, приемлемых для формирования портфеля, который может проводиться несколькими способами. Перед активным менеджером стоит задача прогнозирования ожидаемой доходности, стандартного отклонения и ковариации всех доступных ценных бумаг. На основе этих прогнозов определяется *эффективное множество*, для которого будут построены кривые безразличия. Понятие «эффективное множество» связано со множеством всех оценок допустимых портфелей, которое геометрически изображается множеством точек на критериальной плоскости. Поскольку инвестор при выборе портфелей исходит лишь из оценок их доходности и риска, множество показывает пределы эффективности его выбора.

Если объединить в портфель некоторое число ценных бумаг, корреляция доходности которых лежит в диапазоне от -1 до $+1$, то в зависимости от их удельных весов можно построить множество портфелей с различными параметрами риска и доходности, которые расположатся в рамках фигуры АБВГ на рис. 7.

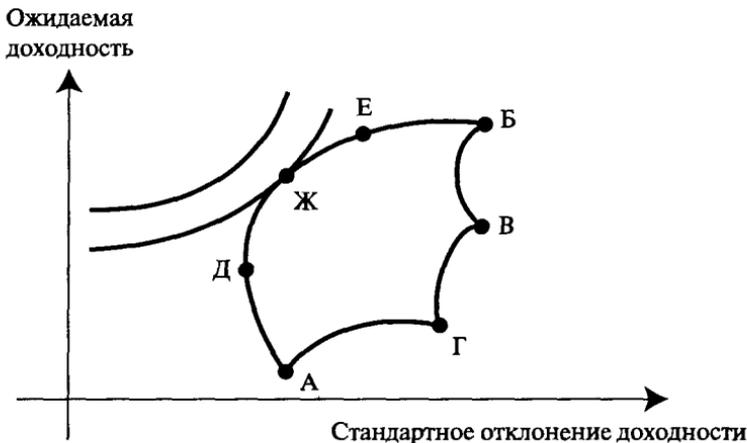


Рис. 7. Активное управление портфелем ценных бумаг

Рациональный инвестор будет стремиться минимизировать свой риск и увеличить доходность, поэтому всем возможным портфелям, представленным на рис. 7, он предпочтет только те, которые расположены на отрезке ДЕ и составляют эффективную границу множества. Это объясняется тем, что портфели на кривой ДЕ являются доминирующими по отношению к портфелям с тем же уровнем риска или с той же доходностью. *Доминирующий портфель* — это портфель, который имеет самый высокий уровень доходности для данного уровня риска или наименьшее значение риска для данного значения доходности. Доминирующий портфель является лучшим выбором для инвестора из числа всех возможных портфелей.

Набор портфелей на отрезке ДЕ называют эффективным набором, состоящим из доминирующих портфелей. Этот набор портфелей составляет эффективную границу, определить которую можно с помощью компьютерных программ, рассчитав соответствующие удельные веса входящих в портфель ценных бумаг, при которых минимизируется значение стандартного отклонения для каждого данного уровня доходности.

Менеджеру следует осуществлять инвестиции в те ценные бумаги, которые формируют *оптимальный портфель* инвестора, соответствующий точке на графике, в которой кривая безразличия является касательной к эффективному множеству (точка Ж).

На практике описанный способ выбора ценных бумаг в портфель используют редко, так как расходы, связанные с прогнозированием ожидаемой доходности, стандартного отклонения и ковариации для всех потенциальных ценных бумаг, слишком велики. Обычно используется двухэтапная процедура выбора ценных бумаг и размещения активов. Сначала менеджер принимает решение инвестировать средства в обыкновенные акции и корпоративные облигации. Далее определяются показатели ожидаемой доходности, стандартного отклонения и ковариации для всех рассматриваемых акций, формируется эффективное множество и оптимальный портфель акций. Аналогичная процедура проводится в отношении всех рассматриваемых облигаций. На втором этапе происходит размещение активов, когда средства инвестора делятся между портфелями акций и облигаций. Снова составляются прогнозы ожидаемой доходности и стандартного отклонения для оптимальных портфелей акций и облигаций, а также степени ковариации между ними, рассчитываются показатели стандартного отклонения и ожидаемой доходности для всех возможных

сочетаний бумаг этих двух портфелей. После выбора эффективного множества данных сочетаний можно использовать кривые безразличия инвестора для выбора оптимального портфеля.

8.5. Пересмотр портфеля

По истечении определенного времени первоначально сформированный портфель уже не может рассматриваться менеджером в качестве оптимального и наилучшего для инвестора в связи с изменением его инвестиционных предпочтений, прогнозных оценок или отношения к риску и доходности. В этом случае менеджер должен пересмотреть портфель. Во-первых, он должен определить, каким будет новый оптимальный портфель; во-вторых, выявить те виды бумаг в существующем портфеле, которые необходимо продать, и те, которые следует купить взамен; в-третьих, переструктурировать имеющийся портфель.

Основным способом реструктуризации портфеля является продажа части его активов и покупка взамен их других, либо вложения в безрисковый актив. Этот способ дорогостоящий, так как связан с определенными дополнительными расходами для инвестора (например, комиссионные брокерам и портфельным менеджерам, потери от изменения цен на бумаги, разница между ценой покупки и продажи ценных бумаг, налоги, вызванные реализацией полученной прибыли и т.д.). Для того чтобы пересмотр портфеля был эффективным выгоды от ревизии должны превышать издержки, обеспечивать увеличение ожидаемой доходности, а также уменьшение риска портфеля.

Для снижения издержек многие менеджеры прибегают к стратегии пересмотра портфеля в отношении не отдельных бумаг, а целых классов активов. Такой альтернативный метод получил название оверлейной (*overlay*) стратегии. Данная стратегия базируется на использовании инновационных финансовых инструментов, позволяющих отделить риски, которым подвержены инвестиционные активы, от самих активов. Такими инструментами являются производные ценные бумаги (фьючерсные, форвардные и опционные контракты), а также сделки своп. Их применение позволяет изменить величину риска, которому подвержены первичные активы, без дополнительной продажи или покупки этих активов. Желая уменьшить долю рискованного

портфеля в общем инвестиционном портфеле, менеджер может ограничиться продажей нескольких фьючерсных контрактов на индекс, наиболее похожий на его рыночный портфель. Основным условием успешного применения оверлейной стратегии является наличие на рынке подходящих инструментов и низкий уровень издержек при входе и выходе с рынка производных финансовых инструментов.

Рынок свопов традиционно является важнейшим инструментом, позволяющим минимизировать издержки, связанные с пересмотром портфеля. Свопы в чистом виде представляют собой контракты между двумя сторонами, которые обмениваются потоками денежных средств в течение определенного периода времени. Рынок свопов не регулируется со стороны государства. Динамичность, появление новых типов и видов свопов и отсутствие гарантий надежности партнеров являются его основными характеристиками. Участвующие в свопе лица сами несут риск надежности партнера и поэтому должны обратить особое внимание на его кредитоспособность, чтобы уменьшить риск неплатежа по контракту. Нередко дилером по свопам выступает банк, который организывает свопы для своих клиентов и сам выступает стороной контракта.

Наиболее распространенными свопами являются свопы на акции и свопы на процентную ставку.

В *свопе на акции* одна сторона соглашается уплатить другой сумму средств, величина которой изменяется в зависимости от изменения согласованного фондового индекса. Вторая сторона в свою очередь соглашается уплатить первой фиксированную сумму средств исходя из текущей процентной ставки. Оба потока платежей согласно контракту должны быть осуществлены в течение конкретного периода времени и предполагают выплату определенной ставки процента от номинала, указанного в контракте (ставка процента является плавающей для одной стороны и фиксированной для другой). По сути, с помощью свопа первая сторона продает акции и покупает облигации, а вторая — наоборот. Обе стороны эффективно пересматривают свои портфели с минимальными дополнительными издержками, которые определяются только размером комиссионных, уплачиваемых банку за организацию свопа.

В *свопе на процентную ставку* первая сторона соглашается осуществить в пользу второй стороны поток платежей, величина которого регулярно устанавливается на основе представительной процентной ставки (популярной является Лондонская ставка предложения

по межбанковским депозитам — LIBOR). Вторая сторона соглашается осуществить в пользу первой стороны поток фиксированных платежей, который основан на уровне процентных ставок, существующем в момент подписания контракта. Оба потока платежей должны быть осуществлены в течение конкретного периода и определяются в виде процентов от номинала контракта. Для одной стороны процент носит плавающий характер, а для другой — фиксированный. С помощью свопа на ставку процента первая сторона, по существу, продает краткосрочные бумаги с фиксированным доходом и покупает долгосрочные облигации, а вторая — продает долгосрочные облигации и покупает краткосрочные бумаги с фиксированным доходом. В результате обе стороны эффективно и с минимальными дополнительными издержками пересматривают свои портфели.

8.6. Оценка эффективности управления портфелем

Чаще всего эффективность управления портфелем оценивается на некотором временном интервале (год, два года и т.д.), внутри которого выделяются периоды (месяцы, кварталы). Этим обеспечивается достаточно представительная выборка для осуществления статистических оценок. Процесс оценки можно разделить на следующие основные этапы:

- 1) выбор эталонного портфеля;
- 2) определение доходности фактически существующего портфеля;
- 3) оценка результатов управления портфелем в сравнении с эталонным портфелем.

Выбор эталонного портфеля осуществляется таким образом, чтобы этот портфель соответствовал рыночным ориентациям инвестора, был достижим и заранее известен. Эталонный портфель должен представлять собой альтернативный портфель, который могло бы выбрать предприятие для инвестирования вместо портфеля, эффективность вложений в который оценивается. Важно, чтобы эталонный портфель имел тот же уровень риска и сходную структуру размещения активов, что и фактический. Традиционно в качестве эталонных портфелей используют фондовые индексы, информация о движении которых является единой и общедоступной, что значительно облегчает работу финансовых аналитиков и сокращает дополнитель-

ные издержки. Кроме фондовых индексов эталонный портфель может включать безрисковые ценные бумаги.

Каждая конкретная комбинация активов выбирается таким образом, чтобы риск эталонного портфеля равнялся риску инвестора. Например, портфель инвестора с бета-коэффициентом 0,8 сравнивается с эталонным портфелем, который на 80% состоит из акций выбранного рыночного индекса и на 20% — из безрисковых активов.

Определение доходности фактически существующего портфеля не представляет сложности, если на протяжении всего периода владения и управления портфель оставался неизменным, т.е. не было дополнительных инвестиций или изъятия средств. В этом случае доходность портфеля (K) определяется на основе рыночной стоимости портфеля в начале (V_0) и в конце (V_1) рассматриваемого периода:

$$K = \frac{V_1 - V_0}{V_0}.$$

Рыночная стоимость портфеля вычисляется как сумма рыночных стоимостей ценных бумаг, входящих в портфель в данный момент времени.

Если на протяжении анализируемого времени портфель менялся, важно знать, в какой момент времени в него вносились изменения (т.е. вкладывались или изымались средства). Если дополнительные инвестиции (или изъятие средств) осуществлялись непосредственно вскоре после начала анализируемого периода, при исчислении доходности портфеля корректируется его начальная рыночная стоимость. При внесении денежных средств начальная стоимость должна быть увеличена на размер инвестиций, а при изъятии — уменьшена на величину изъятой суммы. Когда дополнительные инвестиции (или изъятие средств) осуществлялись непосредственно перед концом анализируемого периода, при исчислении доходности должна быть скорректирована конечная стоимость портфеля. Она должна быть уменьшена на величину дополнительно внесенной суммы или увеличена на сумму изъятых средств. Корректировка в расчетах доходности портфеля необходима, так как это делает оценки корректными. Дополнительные инвестиции (или изъятие средств) меняют рыночную стоимость портфеля и, следовательно, его доходность и не имеют никакого отношения к инвестиционной активности менеджера, управляющего портфелем.

Если изменения в портфель вносились в середине анализируемого периода, можно использовать несколько методов для исчисления его доходности. Один из методов основывается на внутренней ставке доходности. Например, если инвестиции (ΔV) сделаны в середине квартала, внутренняя ставка доходности вычисляется исходя из уравнения:

$$V_0 = \frac{\Delta V}{(1+k)} + \frac{V_1}{(1+k)^2}.$$

Найдя ставку доходности (K) за половину квартала, можно определить доходность портфеля за квартал. Расчет квартальной доходности производится с использованием поквартальных сложных процентов:

$$K = (1 + K)^2 - 1.$$

Приблизительным способом расчета квартальной доходности может быть удвоение ставки доходности за половину квартала.

Другой метод исчисления доходности портфеля основан на доходности, взвешенной во времени. Если предположить, что рыночная стоимость портфеля в середине квартала составляла (V'), то после дополнительных инвестиций (ΔV) его рыночная стоимость возрастет и составит ($V' + \Delta V$). Тогда доходность за первую часть квартала (K') составит:

$$K' = \frac{V' - V_0}{V_0},$$

а за вторую часть квартала:

$$K' = \frac{V_1 - (V' + \Delta V)}{(V' + \Delta V)}.$$

Доходность в целом за квартал будет равна:

$$K = [(1 + K')(1 + K'')] - 1.$$

Метод исчисления доходности, взвешенной во времени, является более точным и корректным, так как использует рыночную стоимость портфеля перед каждым наличным платежом.

Годовая доходность портфеля может быть определена двояко. Можно использовать обыкновенное суммирование квартальных доходностей. Однако более точным значением годовой доходности будет являться ставка, исчисленная по формуле сложных процентов,

так как в ней учитывается стоимость одного рубля в конце года при условии, что он был вложен в начале года, и предполагается возможность реинвестирования как самого рубля, так и любой прибыли, полученной на него, в начале каждого нового квартала:

$$K = [(1 + K_1) (1 + K_2) (1 + K_3) (1 + K_4)] - 1.$$

Для оценки эффективности управления портфелем необходимо также оценить уровень его риска за выбранный временной интервал. Обычно оценивают два вида риска: рыночный, измеряемый с помощью бета-коэффициента, и общий, измеряемый стандартным отклонением. Правильный выбор анализируемого риска имеет большое значение. Если оцениваемый портфель инвестора является его единственной инвестицией и полностью или в основной части представляет определенный класс активов, то наиболее подходящей мерой риска будет общий риск, измеряемый стандартным отклонением. Стандартное отклонение является приемлемым при оценке зависимости «риск — доход» для хорошо диверсифицированных портфелей и для сравнительной оценки портфелей. Инвесторы, у которых определенные классы финансовых активов представлены несколькими портфелями (возможно, у разных менеджеров), могут использовать для оценки рыночного риска портфеля бета-коэффициент и на его основе анализировать общий уровень своего риска. Этот коэффициент лучше подходит для оценки отдельных ценных бумаг в портфеле.

Оценка результатов управления портфелем проводится с помощью показателя дифференцированной доходности (α_p), который определяется как разность между средней доходностью портфеля (AK_p) и доходностью соответствующего эталонного портфеля (AK_{bp}):

$$\alpha_p = AK_p - AK_{bp}.$$

Средняя доходность портфеля определяется по формуле

$$AK_p = \frac{K_{pt}}{T},$$

где K_{pt} — совокупная доходность портфеля за период t ;
 T — количество периодов анализируемого временного интервала.

Положительное значение показателя дифференцированной доходности портфеля означает, что его средняя доходность с учетом риска превосходила доходность эталонного портфеля, а значит, управление было высокoeffективным. Отрицательное значение показывает

низкоэффективное управление портфелем, так как средняя его доходность была ниже доходности эталонного портфеля.

Контрольные вопросы и задания

1. Перечислите основные этапы процесса формирования и управления портфелем ценных бумаг.
2. Дайте понятие кривых безразличия инвестора.
3. Определите понятия риска и доходности портфеля ценных бумаг.
4. Назовите способы уменьшения общего риска по портфелю.
5. Каковы действия менеджера в процессе финансового анализа ценных бумаг?
6. Определите понятия неверно оцененной рынком ценной бумаги.
7. Раскройте понятия пассивной и активной тактики управления портфелем.
8. В чем основная цель менеджера при пересмотре портфеля ценных бумаг?
9. Охарактеризуйте стратегию пересмотра портфеля ценных бумаг посредством использования рынка свопов.
10. Почему вложения и изъятия денег в промежутке между началом и концом периода, на котором производится оценка эффективности управления портфелем, усложняют измерения доходностей портфеля?
11. Назовите способы минимизации издержек при ревизии портфеля.
12. Инвестор вложил капитал в три вида ценных бумаг, составивших его портфель. Инвестиции в акции А составили 4000 руб., в акции Б — 6000 руб., в акции В — 5500 руб. Общее количество приобретенных акций — 400 шт., в том числе: акций А — 100 шт., акций Б — 200 шт., акций В — 100 шт. В конце первого года владения портфелем инвестор оценил ожидаемую стоимость акций: акции А — 45,5 руб., акции Б — 41,4 руб., акции В — 70,1 руб. Определите ожидаемую доходность портфеля.
13. Ожидаемая норма дохода по ценной бумаге А составляет 7,5%, по ценной бумаге Б — 9%. Инвестор, располагая суммой 80 тыс. руб., намерен 36 тыс. руб. вложить в ценные бумаги А, а оставшуюся сумму — в ценные бумаги Б. Определите ожидаемую норму дохода по портфелю инвестора.

14. Портфель ценных бумаг предприятия характеризуется следующими данными:

	Акции				
	А	Б	В	Г	Д
Доля в портфеле (%)	5	60	10	5	20
Бета-коэффициент	0,9	1,6	1,0	0,7	1,2

Определите бета-коэффициент по портфелю в целом.

15. Портфель инвестора на 45% состоит из акций А с бета-коэффициентом 0,8 и на 55% из акций Б с бета-коэффициентом 1,55. Безрисковая ценная бумага приносит 7% дохода, доходность средней акции на рынке равна 12%. Определите требуемую доходность по портфелю инвестиций.

ГЛОССАРИЙ

А

- Агрессивный инвестор** — инвестор, который реализует цель получения максимально высокой курсовой разницы от каждой сделки при высоком уровне риска и ограниченном длительностью инвестиционной операции сроке инвестирования.
- Агрессивный инвестиционный портфель** — портфель финансовых инструментов, ориентированный на максимизацию роста или дохода при высоком уровне портфельного риска.
- Активы** — экономические ресурсы фирмы в виде основного капитала, оборотного капитала и нематериальных средств, используемые в производственной деятельности с целью получения дохода.
- Акция** — ценная бумага, удостоверяющая участие ее владельца в капитале акционерного общества и дающая ему право на получение дохода в виде дивиденда.
- Акционерный капитал** — капитал, представленный в форме акций.
- Альтернативные инвестиционные проекты** — проекты, которые не могут быть реализованы одновременно, т.е. принятие одного автоматически означает, что другой должен быть отвергнут.
- Амортизация** — постепенные выплаты или списание первоначальной стоимости активов (материальных в виде основных фондов или нематериальных), отражающие их износ по мере использования в производственном процессе.
- Амортизационная политика** — комплекс мероприятий, связанных с выбором методов амортизации долгосрочных активов и направленных на ускоренное формирование собственных ресурсов предприятия, стимулирование инвестиционной активности и т.д.
- Анализ ценных бумаг** — процедура определения ожидаемых прибылей от ценной бумаги, условий их получения и вероятностей появления этих условий.
- Андеррайтинг** — операции, связанные с покупкой новых эмиссий ценных бумаг с целью их последующего размещения.
- Аннуитет** — поток равных по сумме платежей или поступлений денежных средств, которые осуществляются с одинаковой периодичностью. В качестве синонима также используется термин «рента».

Б

- Бизнес-план инвестиционного проекта** — документ, детально обосновывающий концепцию инвестиционного проекта и его основные характеристики. Содержит системную оценку условий, перспектив, экономических и социальных результатов реализации проекта.
- Безрисковый актив** — актив, доходность которого определена и известна с начала периода владения этим активом.
- Безрисковая норма доходности** — норма доходности по инвестициям, которые характеризуют минимальным риском потери капитала и дохода.
- Будущая стоимость денежных средств (*Future Value, FV*)** — сумма, которой станут инвестируемые с целью получения дохода средства через определенный период времени. Определяется наращением первоначально инвестированной суммы денежных средств с учетом определенной ставки процента.

В

- Валовые инвестиции** — совокупный объем инвестиций, направленных в основной капитал и прирост материально-производственных запасов в течение определенного периода.
- Валовой внутренний продукт (ВВП)** — общая рыночная стоимость товаров и услуг конечного потребления, произведенных в стране.
- Валовой национальный доход** — сумма доходов, которыми располагают все институциональные единицы экономики для конечного потребления и сбережения.
- Валовые национальные сбережения** — общая сумма сбережений всех институциональных единиц, равная разнице между валовым располагаемым доходом и расходами на конечное потребление.
- Валютный курс** — оценка денежной единицы одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны.
- Валютный риск** — риск, связанный с возможностью неблагоприятного изменения валютного курса.
- Венчурное финансирование** (от англ. *venture* — риск) — финансирование инвестиций в новые сферы деятельности, связанное с высоким риском, в расчете на получение значительной прибыли.
- Взаимоисключающие инвестиционные проекты** — проекты, которые обеспечивают альтернативные способы достижения одного и того же результата или использование какого-либо ограниченного ресурса (за исключением денежных средств).
- Внутренний уровень доходности** — показатель эффективности инвестиций, характеризующий уровень доходности инвестиционного проекта. Выра-

жается ставкой дисконтирования, при которой будущая стоимость денежного потока равна текущей стоимости вложенных средств.

Внутренняя стоимость ценной бумаги — приведенная стоимость всех потоков денежных средств, которые владелец ценной бумаги рассчитывает получить в будущем. Ее нахождение аналогично методу чистой приведенной стоимости (*Net Present Value, NPV*).

Воспроизводственная структура капитальных вложений — соотношение затрат на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий в общем объеме вложений.

Г

Государственные инвестиции — вложения, осуществляемые государственными и местными органами власти и управления, а также предприятиями и организациями государственной формы собственности.

График инвестиционных возможностей — графическое изображение анализируемых проектов, расположенных в порядке снижения внутреннего уровня доходности.

График предельной цены капитала — графическое изображение средневзвешенной цены капитала как функции объема привлекаемых финансовых ресурсов.

Д

Денежный поток — поток денежных средств, характеризующий результат деятельности предприятия, определяемый как разность между встречными денежными потоками — притоком и оттоком. Может быть положительным и отрицательным. В инвестиционном анализе — показатель, характеризующий эффект инвестиций в виде возвращаемых инвестору денежных средств.

Депозит — вклад, денежные и иные активы, помещенные в кредитно-финансовые институты.

Диверсификация — метод снижения рисков путем распределения капитала между различными инвестиционными инструментами.

Дивиденд — доход по акции. Часть доходов предприятия, предназначенная для распределения между акционерами в соответствии с количеством и видом акций, находящихся в их владении.

Дивидендная политика — политика распределения дохода акционерного общества. Определяет соотношение прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов, и прибыли, капитализируемой с целью развития бизнеса.

- Дисконтирование** — приведение будущей стоимости инвестируемых средств к их текущей стоимости.
- Дисконтная ставка** — процентная ставка, по которой осуществляется приведение будущей стоимости инвестируемых средств к их текущей стоимости.
- Дисперсия** — показатель, используемый для количественной оценки рисков. Характеризует отклонение конкретных величин от квадрата их среднего значения.
- Достижимое множество** — множество портфелей, которые можно сформировать из ценных бумаг, рассматриваемых инвестором.
- Доходность к погашению** — ставка процента, которая позволяет получить на инвестированную сумму все доходы, обеспечиваемые данной ценной бумагой (для ценной бумаги с фиксированным доходом). Или ставка дисконта, приравнивающая приведенную к настоящему времени стоимость будущих выплат по данной ценной бумаге к ее текущей рыночной цене.

Ж

- Жизненный цикл инвестиционного проекта** — период времени, в течение которого реализуются цели, поставленные в проекте. Включает три основных этапа: предынвестиционный; инвестирования; эксплуатации созданных объектов.
- Жизненный цикл развития предприятия** — совокупность временных периодов (циклов) жизни различных продуктов, выпускаемых предприятием. Обычно включает периоды «детства», «юности», «зрелости» и «старости».
- Жизненный цикл продукции** — совокупность временных периодов от начала разработки продукции до снятия ее с производства и продажи.

З

- Заемные инвестиционные ресурсы предприятия** — средства для финансирования инвестиционной деятельности предприятия, полученные от выпуска облигаций, других долговых обязательств, а также в качестве кредитов банков, других финансово-кредитных институтов, государства.
- Залог** — способ обеспечения кредитных обязательств.
- Замещаемые проекты** — тип инвестиционных проектов, связанных между собой отношениями замещения: принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по одному или нескольким действующим проектам.
- Зарубежные инвестиции** — вложения средств в объекты инвестирования, размещенные вне территории данной страны.

Затраты — осуществляемые вложения; расходы, связанные с производственной деятельностью. Выделяют долгосрочные затраты (по осуществлению капитальных вложений, приобретению долгосрочных активов) и текущие (издержки производства и обращения). Текущие затраты могут быть постоянными и переменными.

И

Инвестиции — совокупность затрат, реализуемых в форме вложений капитала в различные отрасли и сферы экономики, объекты предпринимательской и иной деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения иного положительного социального эффекта.

Инвестиционная деятельность — деятельность, связанная с вложением средств в объекты инвестирования с целью получения дохода (эффекта).

Инвестиционная инфраструктура — совокупность институтов, осуществляющих мобилизацию инвестиционных ресурсов с последующим их размещением среди потребителей инвестиций.

Инвестиционная компания — финансово-кредитный институт, аккумулирующий средства частных инвесторов путем эмиссии собственных ценных бумаг и размещающий их в ценные бумаги других эмитентов.

Инвестиционная политика — форма реализации инвестиционной стратегии в разрезе наиболее важных направлений инвестиционной деятельности на отдельных этапах ее осуществления. В рамках инвестиционной политики разрабатываются: политика управления реальными инвестициями, финансовыми инвестициями, политика формирования инвестиционных ресурсов и политика управления инвестиционными рисками.

Инвестиционная привлекательность — совокупность различных свойств объекта инвестирования, определяющих платежеспособную потребность на инвестиции.

Инвестиционная стратегия предприятия — система долгосрочных целей инвестиционной деятельности предприятия, определяемых общими задачами его развития и инвестиционной идеологией, а также выбор наиболее эффективных путей их достижения.

Инвестиционная стоимость ценной бумаги — приведенная к настоящему моменту времени стоимость будущих доходов от ценной бумаги по оценке информированного аналитика.

Инвестиционная тактика предприятия — определение текущих среднесрочных целей инвестиционной деятельности предприятия и средств их реализации в рамках стратегических решений и текущих инвестиционных возможностей предприятия.

Инвестиционное планирование — процесс разработки системы планов и плановых (нормативных) показателей, обеспечивающих развитие предприятия с использованием необходимых инвестиционных ресурсов и способствующих повышению эффективности его инвестиционной деятельности.

Инвестиционное бизнес-планирование — процесс инвестиционного планирования, в основе которого лежит инвестиционно-финансовый менеджмент. Основные этапы: генерация идей; разработка стратегии; анализ альтернатив; принятие решений об инвестировании; рациональный процесс реализации; мониторинг. Документально оформляется в виде бизнес-плана.

Инвестиционное предложение — совокупность объектов инвестирования во всех формах: вновь создаваемые и реконструируемые основные фонды; оборотные средства; ценные бумаги; научно-техническая продукция; имущественные и интеллектуальные права и др.

Инвестиционные брокеры — профессиональные организации или отдельные физические лица, ведущие посредническую деятельность на фондовом рынке путем сведения покупателей и продавцов ценных бумаг и осуществления сделок с ценными бумагами за комиссионное вознаграждение.

Инвестиционные дилеры — профессиональные организации или отдельные физические лица, ведущие посредническую деятельность на фондовом рынке, осуществляя покупку ценных бумаг от своего имени и за свой счет с целью их последующего размещения среди инвесторов.

Инвестиционные институты — профессиональные организации или физические лица, деятельность которых на рынке ценных бумаг является исключительной, т.е. не допускающей совмещения с другими видами деятельности. К инвестиционным институтам относят инвестиционные банки, инвестиционные компании и фонды, а также фондовые биржи, инвестиционных брокеров, дилеров, консультантов и др.

Инвестиционные качества ценных бумаг — обобщающая характеристика ценных бумаг с позиций их доходности, риска и ликвидности.

Инвестиционные ресурсы предприятия — все формы капитала, привлекаемого для осуществления вложений в объекты реального и финансового инвестирования.

Инвестиционные товары — особый вид товаров (элемент капитального имущества), которые в отличие от потребительских используются в различных сферах экономической деятельности с целью получения дохода (эффекта) в перспективе.

- Инвестиционный банк** — кредитно-финансовый институт, специализирующийся на предоставлении услуг, связанных с инвестиционной деятельностью: долгосрочном кредитовании, выпуске и размещении акций, облигаций, других ценных бумаг, а также обслуживании и участии в эмиссионно-учредительской деятельности нефинансовых компаний.
- Инвестиционный капитал** — элементы капитальных ценностей, которые могут принимать как материальную, так и денежную форму.
- Инвестиционный климат** — обобщающая характеристика совокупности социальных, экономических, организационных, правовых, политических и иных условий, определяющих привлекательность и целесообразность инвестирования в экономику страны (региона).
- Инвестиционный кредит** — кредит, предоставляемый на инвестиционные цели.
- Инвестиционный налоговый кредит** — вид налоговых льгот, предполагающий отсрочку уплаты в бюджет начисленных налоговых сумм при использовании обусловленной части чистой прибыли на инвестирование.
- Инвестиционный портфель** — сформированная в соответствии с инвестиционной стратегией предприятия совокупность объектов реального и финансового инвестирования, предназначенных для осуществления инвестиционной деятельности.
- Инвестиционный проект** — документ, обосновывающий необходимость осуществления инвестиций, в котором содержатся основные характеристики проекта и финансовые показатели, связанные с его реализацией.
- Инвестиционный процесс** — последовательность этапов, действий и операций по осуществлению инвестиционной деятельности.
- Инвестиционный риск** — вероятность возникновения финансовых потерь в виде утраты капитала или дохода в связи с неопределенностью условий инвестиционной деятельности.
- Инвестиционный риск портфеля ценных бумаг** — изменчивость доходности, измеряемая стандартным отклонением (дисперсией) распределения доходности портфеля.
- Инвестиционный рынок** — система экономических отношений, свободной конкуренции и партнерства между всеми субъектами инвестиционной деятельности, представляющими инвестиционный спрос и инвестиционное предложение. Характеризуется определенным соотношением спроса, предложения, уровнем цен, конкуренции и объемами реализации.
- Инвестиционный спрос** — потребность хозяйственных субъектов в инвестиционных ресурсах. Может быть потенциальным — отражать величину аккумулированного экономическими субъектами дохода, который мо-

жет быть направлен на инвестирование, и реальным — характеризовать действительную потребность хозяйственных субъектов в инвестировании и представляет собой инвестиционные ресурсы, которые непосредственно предназначены для инвестиционных целей.

Инвестиционный цикл — движение инвестиций, при котором последовательно проходят все фазы от момента мобилизации инвестиционных ресурсов до возмещения вложенных средств и получения дохода (эффекта). Движение носит постоянно повторяющийся характер и выступает как кругооборот инвестиций.

Инвестор — субъект инвестиционной деятельности, осуществляющий вложение средств в объекты инвестирования.

Индекс доходности (рентабельность инвестиций) — один из показателей эффективности инвестиций, представляющий собой отношение приведенной стоимости денежных потоков к величине вложений.

Индекс рынка ценных бумаг — интегральный (усредненный) показатель, характеризующий состояние исследуемого рынка в целом одним синтетическим (обобщенным) показателем. Отражает индексы цен акций, обращающихся на рынке. Изменение значений индексов рассматривают как показатель спроса на рынке.

Инновационные инвестиции — инвестиции, осуществляемые с целью внедрения научно-технических достижений в экономику.

Иностранные инвестиции — вложения, осуществляемые иностранными инвесторами (гражданами, фирмами, организациями, государствами) в объекты инвестиционной деятельности на территории зарубежного государства. Подразделяются на прямые и портфельные.

Институциональный инвестор — институт финансового посредничества, осуществляющий аккумуляцию денежных средств с целью их последующего вложения в объекты инвестирования.

Инструменты фондового рынка — инструменты, с помощью которых осуществляются операции на фондовом рынке. Представлены различными видами ценных бумаг.

К

Капитализация — преобразование средств (части чистой прибыли, дивидендов и др.) в капитал, в результате которого достигается увеличение размера собственных средств.

Капитализация фондового рынка — показатель, характеризующий масштабы операций на фондовом рынке. Определяется как суммарная рыночная стоимость обращающихся ценных бумаг.

- Капитальные вложения** — вложения финансовых и материально-технических ресурсов в создание и воспроизводство основных фондов путем нового строительства, расширения, реконструкции и технического перевооружения действующих предприятий, а также в жилищное и культурно-бытовое строительство.
- Капиталоотдача** — показатель, характеризующий степень эффективности функционирования совокупного капитала (на предприятии, в отрасли, в экономике).
- Ковариация** — абсолютный показатель измерения степени взаимосвязи и направления изменения доходностей ценных бумаг.
- Компаундинг** — начисление сложных процентов.
- Комплиментарные проекты** — тип инвестиционных проектов, связанных отношениями комплиментарности: принятие нового проекта способствует росту доходов по одному или нескольким другим проектам.
- Консервативный инвестор** — инвестор, целью которого является получение стабильного дохода в течение длительного времени.
- Консервативный инвестиционный портфель** — портфель, состоящий из ценных бумаг с низким уровнем риска, обеспечивающих непрерывный поток платежей в виде процентных или дивидендных выплат.
- Контрольный пакет акций** — количество акций, дающее право инвестору осуществлять контроль над деятельностью предприятия.
- Концессионная система** — система, основанная на соглашении между государством и частными инвесторами (часто иностранными) о передаче в эксплуатацию на определенный срок природных богатств, предприятий, других хозяйственных объектов.
- Конъюнктура инвестиционного рынка** — совокупность факторов, определяющих сложившееся соотношение спроса, предложения, уровня цен, конкуренции и объемов реализации на инвестиционном рынке или сегменте инвестиционного рынка.
- Коэффициент «альфа»** — разность между ожидаемой доходностью ценной бумаги и ее равновесной ожидаемой доходностью, т.е. доходностью, которую требует рынок для данного уровня риска. В состоянии равновесия рынка ожидаемая доходность ценной бумаги равна сумме ставки без риска и вознаграждения за рыночный риск, который измеряется величиной β .
- Коэффициент β (бета-коэффициент)** — показатель уровня систематического риска, используемый в практике оценки риска по ценной бумаге или портфелю ценных бумаг. Определяет меру чувствительности доходности ценной бумаги к изменению доходности рыночного портфеля.

- Коэффициент корреляции** — статистическая характеристика, подобная ковариации. Облегчает сравнение колебаний доходности ценных бумаг. Изменяется в диапазоне от -1 до $+1$.
- Коэффициент самофинансирования** — показатель, характеризующий отношение собственных средств предприятия и объема инвестиций. При значении показателя ниже $0,51$ предприятие утрачивает финансовую независимость по отношению к внешним источникам финансирования.
- Коэффициент эластичности** — показатель, характеризующий сравнительный темп развития различных сфер экономики, отраслей и др.
- Краткосрочные инвестиции** — вложения средств на период до одного года. Носят, как правило, спекулятивный характер.
- Кредитный рынок** — сегмент финансового рынка, представленный кредитно-финансовыми институтами, осуществляющими мобилизацию и размещение кредитных ресурсов.
- Кривая безразличия** — всевозможные комбинации портфелей ценных бумаг, равнозначных для инвестора с точки зрения ожидаемых доходности и риска. Построение и анализ этой кривой является одним из широко применяемых методов определения инвестиционных целей инвестора и выработки на их основе инвестиционной политики.
- Критическая масса инвестиций** — минимальный объем инвестиционной деятельности, позволяющий предприятию формировать чистую операционную прибыль.
- Курс ценных бумаг** — рыночная цена, по которой ценные бумаги покупаются и продаются в определенный момент времени.

Л

- Лизинг** — комплекс имущественных отношений, возникающих при передаче объекта лизинга (движимого и недвижимого имущества) во временное пользование на основе его приобретения и сдачи в долгосрочную аренду. Используется как один из методов финансирования инвестиций.
- Ликвидность** — способность актива быть использованным в качестве средства платежа без существенных потерь стоимости.
- Ликвидность инвестиций** — способность объектов инвестирования быть реализованными в течение короткого промежутка времени без существенных потерь своей стоимости.

М

- Маржинальная стоимость ресурсов** — стоимость добавочного полезного эффекта, который возникает в результате использования добавочной единицы капитала.

Метод линейной амортизации — метод, предполагающий равномерное начисление амортизации на долгосрочные активы в соответствии с утвержденными нормами амортизационных отчислений.

Метод ускоренной амортизации — метод, предполагающий начисление амортизации на долгосрочные активы по повышенным нормам с целью более быстрого списания их стоимости.

Методы финансирования инвестиций — способы финансирования инвестиционных проектов, к основным из которых относят: самофинансирование; акционирование; долговое финансирование; лизинг; смешанное финансирование.

Модель дисконтирования дивидендов — так называемый метод капитализации доходов, когда он применяется для оценки обыкновенных акций.

Модель нулевого роста — частный случай модели дисконтирования дивидендов, в которой дивиденды предполагаются постоянными во времени.

Модель переменного роста — одна из моделей дисконтирования дивидендов, в которой предполагается, что дивиденды растут различными темпами в различные периоды времени.

Модель постоянного роста — модель расчета дивидендов, в которой предполагается постоянный темп прироста дивидендов.

Модель ценообразования на капитальные активы (САРМ) — модель оценки уровня доходности капитальных активов с учетом уровня риска, определяемого с помощью бета-коэффициента.

Модифицированная внутренняя норма прибыли — показатель эффективности инвестиционного проекта, представляющий собой коэффициент дисконтирования, уравнивающий приведенную стоимость оттоков денежных средств (инвестиций) и наращенную величину притоков денежных средств.

Мониторинг инвестиционного рынка — текущее наблюдение за инвестиционной активностью на основе системы показателей, характеризующих спрос, предложение, цены и уровень конкуренции.

Н

Наращение — операция по нахождению (определению) величины будущей стоимости инвестированных средств к концу определенного периода времени.

Независимый проект — тип инвестиционного проекта, решение о принятии которого не влияет на иные решения о принятии других проектов.

Ненасыщаемость — условие, при котором считается, что инвестор всегда предпочитает больший уровень конечного благосостояния меньшему.

- Неправильно оцененная ценная бумага** — акция, рыночная цена на которую сильно отличается от ее инвестиционной стоимости. Акция может быть недооценена и переоценена рынком.
- Несистематический риск** — вид инвестиционных рисков, связанных с инвестиционной деятельностью конкретного субъекта или с вложениями в конкретные объекты инвестирования, негативных последствий которых можно в существенной степени избежать при повышении эффективности управления инвестиционной деятельностью.
- Неэффективный портфель** — портфель ценных бумаг, который не удовлетворяет критерию эффективности портфеля и поэтому не принадлежит эффективному множеству.
- Номинальная доходность** — процентное изменение стоимости финансового актива без учета влияния инфляции.
- Номинальная ставка процента** — ставка процента, устанавливаемая без учета обесценения денег вследствие инфляции.
- Номинальная стоимость облигации** — обозначенная цена облигации, по которой осуществляется ее погашение.

О

- Облигация** — ценная бумага, представляющая собой долговое обязательство эмитента через определенный срок возместить владельцу вложенных средств номинальную стоимость облигации и уплатить по ней фиксированный процент.
- Общий риск портфеля** — стандартное отклонение доходности ценной бумаги или портфеля.
- Объекты инвестиций** — различные виды реальных и финансовых активов, служащих объектами инвестиционных вложений.
- Ожидаемая доходность** — значение доходности ценной бумаги (или портфеля), которую инвестор предполагает получить в рассматриваемый период.
- Оперативное управление инвестиционной деятельностью предприятия** — краткосрочный управленческий процесс, предусматривающий разработку и принятие оперативных решений по реализации отдельных реальных инвестиционных проектов и реструктуризации портфеля финансовых инструментов.
- Оптимальная структура капитала предприятия** — структура капитала, которая обеспечивает такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором достигается наиболее эффективная пропорция между коэффициентом финансовой рентабельности (рентабельно-

сти собственного капитала) и коэффициентом финансовой устойчивости, т.е. максимизируется рыночная стоимость предприятия.

Оптимальный портфель ценных бумаг — допустимый портфель, являющийся предпочтительным для инвестора. Определяется точкой касания эффективного множества с кривой безразличия инвестора.

Оптимизация бюджета капитальных вложений — процедура отбора инвестиционных проектов в портфель инвесторами, ограничивающими свой бюджет.

Ординарный денежный поток — тип денежного потока, состоящий из исходной инвестиции, вложенной одновременно или в течение нескольких последовательных базовых периодов (оттоков), и последующих поступлений денежных средств (притоков). Если притоки денежных средств чередуются в любой последовательности с их оттоками, поток называется **неординарным**.

Отраслевая структура капитальных вложений — соотношение между объемами капитальных вложений в различные отрасли экономики в общем объеме вложений.

Оценка эффективности портфеля — процедура периодического анализа функционирования портфеля в показателях доходности и риска.

II

Пересмотр портфеля ценных бумаг — процедура периодического пересмотра инвестиционной политики, анализа ценных бумаг и формирования портфеля.

Портфель дохода — инвестиционный портфель, сформированный исходя из приоритетности критерия максимизации текущего дохода.

Портфельные инвестиции — вложения в экономические активы с целью извлечения дохода (в форме прироста рыночной стоимости инвестиционных объектов, дивидендов, процентов, других денежных выплат) и диверсификации рисков.

Портфель реальных инвестиционных проектов — сформированная в соответствии с инвестиционной политикой предприятия в рамках его инвестиционной стратегии совокупность инвестиционно привлекательных проектов.

Портфель роста — инвестиционный портфель, сформированный исходя из приоритетности критерия прироста капитала.

Портфель ценных бумаг — инвестиционный портфель, состоящий из приобретенных ценных бумаг.

Предельная стоимость капитала предприятия — уровень стоимости каждой новой единицы капитала, дополнительно привлекаемой предприятием.

- Предпринимательский стиль стратегического управления инвестиционной деятельностью** — стиль инвестиционного поведения предприятия в стратегической перспективе, основу которого составляет активный поиск эффективных инвестиционных решений по всем направлениям и формам инвестиционной деятельности. Рассматривается как агрессивный.
- Привилегированная акция** — гибридная форма ценной бумаги, совмещающая характеристики обыкновенной акции и облигации.
- Привлеченные источники финансирования инвестиций** — средства, предоставленные на постоянной основе, по которым может производиться выплата владельцам этих средств дохода (в виде дивиденда, процента) и которые могут практически не возвращаться владельцам. В их составе: средства от эмиссии акций; дополнительные взносы (паи) в уставный капитал; целевое государственное финансирование на безвозмездной или долевого основе.
- Приростный стиль стратегического управления инвестиционной деятельностью** — стиль инвестиционного поведения предприятия в стратегической перспективе, основу которого составляет постановка стратегических целей от достигнутого уровня инвестиционной деятельности с минимизацией альтернативности принимаемых стратегических инвестиционных решений. Рассматривается как консервативный.
- Прогнозирование инвестиционной деятельности** — деятельность, связанная с разработкой общей инвестиционной стратегии и инвестиционной политики предприятия по основным направлениям инвестиционной деятельности.
- Проектное финансирование** — финансирование инвестиционных проектов, характеризующееся особым способом обеспечения возвратности вложений, в основе которого лежат доходы, которые будут получены в результате реализации проекта в будущем.
- Простой процент** — процент, начисляемый только на первоначально инвестируемую сумму.
- Процент** — сумма, уплачиваемая должником кредитором за использование заемных средств.
- Процентная ставка** — ставка, по которой выплачиваются процентные платежи.
- Прямые иностранные инвестиции** — вложения в уставные капиталы предприятий (фирм, компаний) с целью установления непосредственного контроля и управления объектом инвестирования. Направлены не только на получение дохода, но и на расширение сферы влияния, обеспечение будущих финансовых интересов.

Р

- Размещение активов** — процесс определения оптимального соотношения между различными типами активов в портфеле инвестора.
- Реальная ставка процента** — ставка процента, устанавливаемая с учетом обесценения денег вследствие инфляции.
- Реальные инвестиции** — вложение капитала в создание реальных экономических активов, связанных с операционной деятельностью и решением социально-экономических проблем хозяйственного субъекта. К реальным инвестициям относятся вложения: в основной капитал; материально-производственные запасы; нематериальные активы (научно-техническая, интеллектуальная продукция и т.д.).
- Рейтинг** — присвоение номера (места) в ряду оценочных показателей, характеризующих инвестиционные качества ценных бумаг, результаты деятельности компаний, банков и т.п.
- Рынок инвестиционных ресурсов** — сегмент инвестиционного рынка, объединяющий рынки: продажи прав владения или пользования землей; финансовых средств институциональных инвесторов; патентов, изобретений, промышленной интеллектуальной собственности и прочих активов.
- Рынок инвестиционных услуг** — сегмент инвестиционного рынка, объединяющий рынки услуг по производству строительного-монтажных работ и организации строительства, проектных работ и проектной продукции, строительных материалов, конструкций, строительных машин, механизмов и технологий, пуско-наладочных работ и работ по монтажу и опробованию оборудования и др.
- Рынок объектов реального инвестирования** — сегмент инвестиционного рынка, объединяющий рынки прямых капитальных вложений, приватизируемых объектов и объектов недвижимости.
- Рынок объектов финансового инвестирования** — сегмент инвестиционного рынка, объединяющий фондовый рынок (рынок ценных бумаг), рынок объектов тесаврации и денежный рынок.
- Рынок капитала** — сегмент финансового рынка, где объектом купли-продажи являются кредитные ресурсы и фондовые инструменты на срок более одного года.
- Рыночная капитализация** — суммарная рыночная стоимость ценной бумаги, равная произведению рыночной цены акции на количество акций, находящихся вне выпустившего их предприятия.
- Рыночная конъюнктура** — форма проявления на инвестиционном рынке и его сегментах системы факторов (условий), определяющих соотношение спроса, предложения, цен и конкуренции.

- Рыночный механизм инвестирования** — механизм осуществления инвестиционного процесса на основе взаимодействия инвестиционного и финансового рынков, функционирования развитой сети финансовых посредников, обеспечивающих аккумуляцию финансовых ресурсосберегателей (сектора экономики, где имеется свободный капитал) с целью их последующего размещения между потребителями инвестиций исходя из доходности операций как критерия эффективности инвестирования.
- Рыночный портфель** — портфель, состоящий из инвестиций во все эмитированные на рынок ценные бумаги. Пропорция инвестирования в каждую бумагу равна доле этой ценной бумаги в общей капитализации рынка.
- Рыночный риск** — систематический риск. Составляющая общего риска ценной бумаги, которая связана с риском рыночного портфеля и поэтому может быть устранена путем диверсификации.

С

- Самофинансирование** — способ финансирования, предполагающий использование собственных источников.
- Сбалансированный инвестиционный портфель** — портфель, состоящий из различных инвестиционных объектов, характеризующийся сбалансированностью доходов, рисков и ликвидности и соответствием целям и качествам, заданным при его формировании.
- Сбережения** — часть дохода, не используемая для потребления.
- Своп процентных ставок** — соглашение между двумя сторонами, согласно которому одна из сторон выплачивает другой фиксированный поток платежей, получая взамен поток платежей, величина которого регулярно меняется в зависимости от процентной ставки.
- Систематический (рыночный) риск** — риск, общий для всех участников инвестиционной деятельности и форм инвестирования. Определяется факторами, на которые инвестор при выборе объектов инвестирования не может повлиять. Не может быть устранен за счет диверсификации.
- Сложный процент** — процент, который начисляется на первоначально инвестированную сумму и начисленные в предыдущие периоды проценты.
- Собственные инвестиционные ресурсы предприятия** — средства для финансирования инвестиционной деятельности, принадлежащие предприятию. Могут формироваться за счет внутренних и внешних источников. Основными внутренними источниками являются амортизационные отчисления и суммы реинвестируемой чистой прибыли. Внешние источники формируются за счет привлечения дополнительного паевого капитала и эмиссии акций.

- Совместные (смешанные) инвестиции** — вложения капитальных средств, осуществляемые отечественными и зарубежными экономическими субъектами в объекты инвестирования.
- Средневзвешенная стоимость капитала** — показатель, характеризующий уровень требуемой доходности вложений инвестора. Определяется как сумма величин стоимости каждого из источников капитала, умноженных на индекс их доли в общей стоимости капитала.
- Срок окупаемости** — период времени, в течение которого полностью возмещаются суммы инвестируемых средств за счет доходов, получаемых от реализации инвестиционного проекта.
- Стандартное отклонение** — величина отклонения возможных исходов от ожидаемого значения случайной величины.
- Стратегическая зона хозяйствования** — самостоятельный хозяйственный сегмент в рамках предприятия, ведущего свою деятельность в ряде смежных отраслей, объединенных общим спросом или общностью используемого сырья, технологий.
- Стратегический инвестиционный центр** — самостоятельная структурная единица предприятия, специализирующаяся на выполнении отдельных функций или направлений инвестиционной деятельности и обеспечивающая эффективную хозяйственную деятельность отдельных стратегических зон предприятия.
- Стратегические цели инвестиционной деятельности** — параметры стратегической инвестиционной позиции предприятия, позволяющие управлять инвестиционной деятельностью в долгосрочной перспективе и оценивать ее результаты. Система этих целей должна отражаться в целевых стратегических нормативах.
- Структура источников финансирования инвестиций** — соотношение различных источников финансирования инвестиций в общем объеме ресурсов, предназначенных для инвестирования.
- Субъекты инвестиционной деятельности** — физические и юридические лица, являющиеся инвесторами, пользователями объектов инвестирования и другими участниками инвестиционной деятельности.

Т

- Текущая доходность облигации** — сумма купонных платежей, выраженная в процентах от текущей рыночной цены облигации.
- Текущая (приведенная) стоимость денежных средств (*Present Value, PV*)** — первоначальная величина суммы денежных средств, инвестируемых с целью получения дохода в будущем. Определяется как сумма будущих

денежных поступлений, приведенных с учетом определенной ставки процента (ставки дисконтирования) к настоящему времени.

Текущие затраты — затраты экономических ресурсов, связанные с текущей производственной деятельностью, которые полностью возмещаются в течение одного производственного цикла.

Технический анализ инвестиционного рынка — анализ, основывающийся на оценке рыночной конъюнктуры и динамики курсов путем построения и исследования графиков динамики отдельных показателей в рассматриваемом периоде, на хождении определенной тенденции (тренда) и ее экстраполировании на перспективу.

Технический анализ ценных бумаг — раздел анализа, посвященный прогнозированию цен бумаг, исходя из отчетных данных о котировках и объемах сделок.

Технологическая структура капитальных вложений — соотношение между расходами на строительно-монтажные работы, затратами на приобретение оборудования, инструмента и инвентаря и прочими расходами (проектно-изыскательские, геологоразведочные работы, содержание дирекции строящегося предприятия, подготовка эксплуатационных кадров и т.п.) в общем объеме вложений.

Тип (класс) активов — группа распространенных финансовых активов, например акции или облигации.

Точка безубыточности — объем деятельности предприятия, при котором достигается самоокупаемость хозяйственной деятельности, т.е. чистый доход от реализации продукции равен сумме текущих постоянных и переменных затрат.

Точка Фишера — значение коэффициента дисконтирования, при котором оцениваемые инвестиционные проекты имеют одинаковую величину чистой приведенной стоимости. Используется для принятия решений при оценке альтернативных инвестиционных проектов.

У

Умеренный инвестор — инвестор, ориентирующийся на уровень дохода, который может формироваться как за счет дивидендных и процентных выплат, так и за счет курсовой разницы при рассчитанном уровне риска.

Ф

Финансовые инвестиции — вложения средств в различные финансовые активы: ценные бумаги, паи и долевые участия, банковские депозиты, иностранные валюты и объекты тезаврации.

- Финансовые инструменты** — объекты инвестирования, представляющие собой различные финансовые активы.
- Финансовые посредники** — финансово-кредитные инвестиционные институты, аккумулирующие инвестиционные ресурсы с целью их последующего размещения.
- Финансовый аналитик** — лицо, анализирующее финансовые активы с целью определения их инвестиционных характеристик и выявления неправильно оцененных активов.
- Финансовый рынок** — рынок, где объектом купли-продажи являются финансовые активы. Основные сегменты финансового рынка — рынок кредитных ресурсов и рынок ценных бумаг.
- Финансовый рычаг** — показатель, который характеризует использование предприятием заемных средств для частичного финансирования инвестиций.
- Фондовый индекс** — индикатор конъюнктуры фондового рынка, средний показатель динамики курсовой стоимости акций ведущих компаний.
- Фондоотдача** — показатель эффективности использования основных фондов предприятия, рассчитываемый как отношение объема производства продукции (объема продаж) к стоимости основных фондов.
- Формирование портфеля** — процесс определения, в какие активы инвестировать и в какой пропорции распределять средства между ними.
- Фундаментальный анализ инвестиционного рынка** — анализ, базирующийся на оценке эффективности деятельности предприятия-эмитента, изучении комплекса показателей финансового состояния предприятия, тенденций развития отрасли, к которой оно принадлежит, степени конкурентоспособности производимой продукции в виде дивиденда или процента, а также возможность передачи денежных и иных прав, вытекающих из этих документов, другим лицам.
- Фундаментальный анализ ценных бумаг** — метод предсказания цен фондовых инструментов путем определения их внутренних (истинных) стоимостей, которые впоследствии сравниваются с текущими ценами с целью определения величин отклонений.

Х

Хеджирование — способ страхования рисков.

Ц

Цена капитала — общая сумма средств, которую следует уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему.

Ценные бумаги — денежные документы, удостоверяющие право владения или отношения займа, определяющие взаимоотношения между лицом, выпустившим эти документы, и их владельцами и предусматривающие, как правило, выплату дохода.

Ч

Частные инвестиции — инвестиции, осуществляемые гражданами и предприятиями негосударственной формы собственности.

Чистая прибыль — прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия после уплаты налоговых и других обязательных платежей в определенном временном периоде.

Чистая приведенная стоимость (*Net Present Value, NPV*) — критериальный показатель эффективности инвестиций. Характеризует приведенную к текущему моменту времени стоимость ожидаемых денежных потоков от реализации проекта за вычетом стоимости инвестиционных вложений.

Чистые инвестиции — валовые инвестиции, уменьшенные на величину амортизационных отчислений в определенном временном периоде.

Э

Эквивалентный аннуитет — стандартный, унифицированный аннуитет, имеющий ту же продолжительность, что и оцениваемый инвестиционный проект, и ту же величину текущей стоимости, что и чистая приведенная стоимость этого проекта. Используется для оценки инвестиционных проектов, имеющих разную продолжительность.

Эмиссия — выпуск в обращение денежных знаков, платежных средств, ценных бумаг, в результате которого возрастает денежная масса.

Эталонный портфель — портфель, доходность которого используется для сравнения с доходностью портфеля инвестора с целью оценки эффективности его инвестиционной стратегии. Эталонный портфель представляет для инвестора реальную альтернативу имеющемуся портфелю и подобен ему по параметрам риска.

Эффективность инвестиций — соотношение инвестиционных вложений и результатов, полученных в результате реализации инвестиционного проекта. Измеряется комплексом показателей, основными из которых являются: чистая приведенная стоимость, рентабельность инвестиций, внутренняя норма доходности, срок окупаемости.

Эффект мультипликатора инвестиционных расходов — многократное (хотя и уменьшающееся с каждым последующим циклом) изменение дохода при первоначальных колебаниях величины инвестиций. При росте

инвестиций происходит увеличение уровня объема производства и дохода, затем доход распадается на потребляемую и сберегаемую части. Часть, направленная на потребление, служит источником доходов для производителей, так что, в конечном счете, первоначальный рост инвестиций приводит к многократному увеличению дохода. При сокращении инвестиционных расходов происходит соответствующее снижение дохода. Мультипликатор инвестиционных расходов — коэффициент, который рассчитывается как соотношение между суммой прироста (уменьшения) национального дохода и суммой прироста (уменьшения) чистых инвестиций.

Эффект финансового левирджа — показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств.

Эффективное множество — множество эффективных портфелей.

Эффективный портфель — портфель, принадлежащий достижимому множеству и обеспечивающий инвестору как максимальную ожидаемую доходность при заданном уровне риска, так и минимальный риск при заданном значении ожидаемой доходности.

Эффективный рынок — рынок, на котором цена каждой ценной бумаги в каждый момент времени совпадает с ее инвестиционной стоимостью.

РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. **Аньшин, В. М.** Инвестиционный анализ : Учебно-практическое пособие. — М. : Дело, 2000.
2. **Баканов, М. И., Шеремет, А. Д.** Теория экономического анализа. — М. : Финансы и статистика, 1995.
3. **Бард, В. С.** Финансово-инвестиционный комплекс: теория и практика в условиях реформирования российской экономики. — М. : Финансы и статистика, 1998.
4. **Беренс, В., Хавранек, П. М.** Руководство по оценке эффективности инвестиций / Пер. с англ. / Перераб. и доп. изд. — М. : АОЗТ «Интерэксперт», ИНФРА-М, 1995.
5. **Бирман, Г., Шмидт, С.** Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер. с англ. / Под ред. Л.П. Белых. — М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
6. **Бланк, И. А.** Инвестиционный менеджмент. — Киев : МП «ИТЕМ» ЛТД «Юнайтед Лон дон Трейд Лимитед», 1995.
7. **Блех, Ю., Гетце, У.** Инвестиционные расчеты. Модели и методы оценки инвестиционных проектов / Пер. с нем. / Под ред. А.М. Чуйкина, Л.А. Галатина. — Калининград : Яantar. сказ, 1997.
8. **Брейли, Р., Майерс, С.** Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.
9. **Бромвич, М.** Анализ экономической эффективности капиталовложений / Пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 1996.
10. **Буренин, А. Н.** Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. — М. : 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998.
11. **Ван Херн Дж. К.** Основы управления финансами / Пер. с англ. / Гл. ред. серии Я.В. Соколов — М. : Финансы и статистика, 1996.
12. **Вахрин, П. И.** Организация и финансирование инвестиций (сборник практических задач и конкретных ситуаций) : Учебное пособие. — М. : Информационно-внедренческий центр «Маркетинг», 1999.
13. **Винокуров, В. А.** Организация стратегического управления на предприятии. — М. : Центр экономики и маркетинга, 1996.

14. **Волков, И. М., Грачева, М. В.** Проектный анализ : Учебник для вузов. — М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998.
15. **Гитман, Л. Дж., Джонк, М. Д.** Основы инвестирования / Пер. с англ. — М. : Дело, 1997.
16. **Глазунов, В. Н.** Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций. — М. : Финстатинформ, 1997.
17. **Горохов, Н. Ю., Малев, В. В.** Бизнес-планирование и инвестиционный анализ. — М. : Информационно-издательский дом «Филинь», 1998.
18. **Ендовицкий, Д. А. и др.** Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности. Методология и практика. — М. : Финансы и статистика, 2000.
19. **Игонина, Л. Л.** Инвестиции : Учебное пособие. — М. : Юристъ, 2002.
20. **Игошин, Н. В.** Инвестиции. Организация управления и финансирование : Учебник для вузов. — М. : Финансы, ЮНИТИ, 2000.
21. **Идрисов, А. Б., Картышев, С. В., Постников, А. В.** Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций. — М. : Информационно-издательский дом «Филинь», 1997.
22. **Ковалев, В. В.** Методы оценки инвестиционных проектов. — М. : Финансы и статистика, 2001.
23. **Ковалев, В. В.** Финансовый анализ: управление капиталом, выбор инвестиций. Анализ отчетности. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Финансы и статистика, 1998.
24. **Крушвиц, Л.** Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / Пер. с нем. — СПб. : Издательство «Питер», 2000.
25. **Крылов, Э. И., Власова, В. М., Журавкова, И. В.** Анализ эффективности инвестиционной и инновационной деятельности предприятия : Учебное пособие. — М. : Финансы и статистика, 2001.
26. **Кураков, Л. П., Мухетдинова, Н. М., Сергеевков, В. Н.** Инвестиционная политика в современных условиях. — М. : Республика, 1996.
27. **Лившиц, В. Н., Виленский, П. А., Смоляк, С. А.** Теория и практика оценки инвестиционных проектов в условиях переходной экономики. — М. : Дело, 2000.
28. **Лимитовский, М. А.** Основы оценки инвестиционных и финансовых решений. — М. : ООО Издательско-Консалтинговая Компания «ДеКа», 1998.

29. **Липсиц, И. В., Коссов, В. В.** Инвестиционный проект: методы подготовки и анализа : Учебно-справочное пособие. — М. : Изд-во БЕК, 1996.
30. **Марковиц, Г., Шарп, У.** Инвестиционный портфель и фондовый рынок. — М. : Дело, 2001.
31. **Мелкумов, Я. С.** Организация и финансирование инвестиций : Учебное пособие. — М. : ИНФРА-М, 2000.
32. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. — М. : Интерэксперт, 1999.
33. **Попов, В. М.** Бизнес-план инвестиционного проекта: отечественный и зарубежный опыт. Современная практика. — М. : Финансы и статистика, 2001.
34. Руководство по эффективности инвестиций. — М. : Изд. АОЗТ «Интерэксперт», ЮНИДО (UNIDO), 1998.
35. **Сергеев, И. В.** Организация и финансирование инвестиций : Учебное пособие. — М. : Финансы и статистика, 2001.
36. **Серов, В. М.** Инвестиционный менеджмент : Учебное пособие. — М. : ИНФРА-М, 2000.
37. **Тьюлз, Р., Брэдли, Э., Тьюлз, Т.** Фондовый рынок / Пер. с англ. — 6-е изд. — М. : ИНФРА-М, 1997.
38. Управление инвестициями. В 2-х томах / В.В. Шеремет, В.М. Павлюченко, В.Д. Шапиро и др. — М. : Высшая школа, 1998.
39. **Фабоцци, Ф.** Управление инвестициями / Пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 2000.
40. **Фальцман, В. К.** Оценка инвестиционных проектов. — М. : ТЕИС, 1999.
41. Финансовый менеджмент : Учебное пособие / Под ред. проф. Е.И. Шохина. — М. : ИД ФБК-ПРЕСС, 2002.
42. **Фишер, И.** Покупательная сила денег. — М. : Дело, 2000.
43. **Фридмен, М.** «Если бы деньги заговорили...» — М. : Дело, 2000.
44. **Четыркин, Е. М.** Финансовый анализ производственных инвестиций. — М. : Дело, 2001.
45. **Шарп, У., Александер, Г., Бэйли, Дж.** Инвестиции / Пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 2001.
46. **Хайек, Ф.** Прибыль, процент и инвестиции. — М. : Прогресс, 1988.

Наталья Ивановна Лахметкина

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Учебное пособие

Редактор Н.В. Солдатова
Корректор Э.И. Тарасова
Компьютерная верстка: П.В. Прокопенко

Санитарно-эпидемиологическое заключение
№ 77.99.02.953.Д.005703.09.04 от 14.19.2004 г.

Подписано в печать 10.09.2005.

Формат 60 × 88/16. Гарнитура «NewtonС». Печать офсетная.

Бумага газетная. Усл. печ. л. 11,27. Уч.-изд. л. 8,76.

Тираж 3000 экз. Заказ № 3368

ЗАО «КНОРУС». 129110, Москва, ул. Большая Переяславская, 46.

Тел.: (095) 680-7254, 680-0671, 680-1278.

E-mail: office@knorus.ru <http://www.book.ru>

Типография ДПК Роспатента

142040, Московская обл., г. Домодедово, Каширское ш., д. 4, корп. 1