

Министерство транспорта Российской Федерации
Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«РОССИЙСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ТРАНСПОРТА»

Институт экономики и финансов
Кафедра «Финансы и кредит»

И.Н. Комкова

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ
ПРОЕКТАМИ
УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ПОСОБИЕ

Москва – 2021

Министерство транспорта Российской Федерации
Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«РОССИЙСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ТРАНСПОРТА»

Институт экономики и финансов
Кафедра «Финансы и кредит»

И.Н. Комкова

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ
ПРОЕКТАМИ

Учебно-методическое пособие
для студентов магистратуры
направления «Экономика»

Москва – 2021

УДК 330.322
К 63

Комкова И.Н. Управление инвестиционными проектами: Учебно-методическое пособие для студентов магистратуры направления «Экономика». – М.: РУТ (МИИТ), 2021. – 125 с.

В учебно-методическом пособии представлены общие сведения о теоретических основах обоснования эффективности инвестиционных проектах, структуре и стоимости капитала, привлекаемого для финансирования инвестиций из различных источников, сущности управления инвестиционными проектами.

Пособие предназначено для студентов магистратуры направления «Экономика», изучающих дисциплину «Управление инвестиционными проектами», всех форм обучения, в том числе очно-заочной с применением дистанционных технологий. Может быть использовано аспирантами и научными работниками.

Рецензенты:

Генеральный директор ООО Научно-производственное предприятие «Желдордеталь» к.э.н. Стрекозова Е.В.

Доцент кафедры «Экономика и управление на транспорте» РУТ (МИИТ) к.э.н. Завьялова Н.Ф.

© РУТ (МИИТ), 2021

Оглавление

Введение	4
1 Теоретические основы обоснования эффективности инвестиционных проектов	5
1.1 Сущность инвестиций, их основные классификации и структура	5
1.2 Инвестиционный проект: основные понятия и определения	16
1.3 Принципы оценки эффективности инвестиционных проектов	29
2 Структура и стоимость капитала, привлекаемого для финансирования инвестиций из различных источников	54
2.1 Источники финансирования инвестиций	54
2.2 Финансовая реализуемость инвестиционных проектов	95
2.3. Коммерческая, бюджетная и общественная эффективность инвестиций	102
3 Сущность управления инвестиционными проектами	112
3.1 Сущность управления инвестициями на предприятии	112
3.2 Основные понятия управления инвестиционными проектами	114
3.3 Параметры управления и жизненный цикл ИП	116
3.4 Процессы управления реализацией инвестиционных проектов	119
3.5 Подсистемы управления инвестиционным проектом	120
Литература	124

Введение

Мотивами инвестиционной деятельности выступают потребности развития и санации бизнеса. Однако инвестиции не являются естественной, самоорганизующейся формой деятельности компании. Данное обстоятельство вызывает потребность действий, именуемых как управление инвестициями. Одним из важнейших объектов управления служат инвестиционные проекты, которые, в свою очередь, занимают львиную долю всех проектных мероприятий организации. Процессы управления инвестициями и проектами, интегрированные общую систему управления, в современном бизнесе начинают занимать доминирующую позицию.

1 Теоретические основы обоснования эффективности инвестиционных проектов

1.1 Сущность инвестиций, их основные классификации и структура

С термином «инвестиции» каждый из нас встречается практически ежедневно. О них говорят по радио и телевидению, пишут в газетах, причем не только экономической направленности. Тем не менее, правильно ответить на вопрос, что такое инвестиции, далеко не так просто. Действительно, до настоящего времени отсутствует единый подход к определению этой важной экономической категории как в различных нормативно-правовых актах, так и работах экономистов, профессионально занимающихся проблемами инвестирования. В отличие от технических дисциплин, для которых характерны строгость и единообразие фундаментальных определений, в экономике зачастую именно неодинаковая трактовка одних и тех же понятий приводит к труднопреодолимым разногласиям между специалистами [19].

Прежде всего, обратим внимание на логическое противоречие, состоящее в том, что любой инвестор заинтересован в получении эффекта от инвестирования в течение достаточно длительного периода времени, т.е. в динамике, а прибыль (в ее обычном понимании) представляет собой статический бухгалтерский показатель. Его использование не может дать никакой информации в случае необходимости выбора одного из двух вариантов инвестирования, каждый из которых характеризуется данными, приведенными в табл. 1.1.

Из табл. 1.1 видно, что сравниваемые варианты полностью идентичны по объему необходимых инвестиций и отличаются только динамикой прибыли в постинвестиционный период. Психологически инвестор склонен отдавать предпочтение тем вариантам, в которых он начнет получать прибыль раньше. Поэтому наиболее вероятно, что он выберет первый вариант. Задача инвестора значительно усложнится, если в последний год во втором варианте вместо 65 млн руб. он мог бы рассчитывать на прибыль в размере 90 млн руб. (или даже 120 млн руб.).

Но, так как ценность денег во времени неизвестна, в рассматриваемом примере выбрать лучший вариант не представляется возможным.

Таблица 1.1 - Содержательная интерпретация ошибочности использования прибыли в качестве цели инвестиционной деятельности

Номер года реализации проекта	Инвестиции по проекту,		Прибыль, млн руб.	
	1-й вариант	2-й вариант	1-й	2-й
1	100	100	—	—
2	—	—	20	0
3	—	—	20	0
4	—	—	20	65

Далее обратим внимание на принципиальные различия между обычной бухгалтерской и так называемой экономической прибылью. Для этого рассмотрим следующие определения:

Явные издержки — затраты на оплату факторов производства, не являющихся собственностью предприятия.

Неявные (вмененные) издержки — альтернативные издержки использования ресурсов, являющихся собственностью предприятия.

Бухгалтерская прибыль — прибыль предприятия, отражаемая в балансе предприятия и определяемая как разность между выручкой от реализации товаров и услуг и затратами па их производство и продажу, относимыми в соответствии с законодательством на себестоимость производства продукции (т.е. явными издержками).

Экономическая прибыль — бухгалтерская прибыль за вычетом неявных издержек.

Таким образом, экономическая прибыль меньше бухгалтерской на величину вмененных (неявных) издержек. В частности, если компания располагает только капиталом, а все остальные ресурсы приобретаются на рынке, то справедлива следующая формула:

$$P_{\text{э}} = P_{\text{бух}} - E \times K, \quad (1.1)$$

где $P_{\text{бух}}$, $P_{\text{э}}$ — соответственно бухгалтерская и экономическая прибыль предприятия; E — альтернативная стоимость капитала (например, процентная ставка по банковскому депозиту); K — размер капитала, вкладываемого в

реализацию проекта.

Из формулы (1.1) следует, что вполне возможна ситуация, при которой бухгалтерская прибыль будет положительной, а экономическая - отрицательной. В этом случае инвесторы просто понесут убытки. Однако даже переход от бухгалтерской к экономической прибыли не позволяет использовать прибыль в качестве цели инвестирования, поскольку и экономическая прибыль остается статическим показателем. Дочитав настоящий учебник хотя бы до гл. 3, мы будем владеть научно обоснованной методологией решения данной проблемы, а пока важно понять, что ориентация на получение максимальной прибыли является одной из критических важных причин принятия неоптимальных инвестиционных решений.

Экономическое содержание альтернативных издержек заключается в том, что любой собственный ресурс предприятия имеет альтернативные варианты своего использования. Максимальная упущенная выгода от такого использования и определяет альтернативную стоимость ресурса, учитываемую при определении экономической прибыли.

Для прояснения сущности понятия «инвестиции» обратимся к определениям классиков экономической науки. В частности, П. Самуэльсон отмечал [19], что инвестирование представляет собой отказ от использования доходов на текущее потребление в пользу капиталообразования и ожидаемого расширения потребления в будущем. Примерно так же рассуждал и Дж. Кейнс [19], считавший, что, с одной стороны, инвестиции — это текущий прирост ценности капитального имущества в результате производственной деятельности данного периода, а с другой — та часть дохода за данный период, которая не была использована для потребления.

В этих определениях нашли свое отражение две взаимосвязанные стороны инвестиционной деятельности — отказ от текущего потребления и направленность на расширенное удовлетворение будущих потребностей. Вместе с тем в настоящее время стало уже общепризнанным, что к инвестициям следует относить вложения в прирост не только стоимости капитального имущества, но и запасов материальных оборотных средств, обеспечивающих необходимую ритмичность работы предприятий. Следует также отметить, что трактовка инвестиций при помощи таких «пассивных» характеристик, как «отказ от текущего потребления» или «неиспользуемый для текущего потребления доход», в определенной степени затушевывает экономический смысл инвестирования, прежде всего представляющего собой активную операцию по вложению капитала в объекты предпринимательской или иной деятельности. Обращает на себя внимание то обстоятельство, что в определениях П. Самуэльсона и Дж. Кейнса сделан важный акцент на

стратегический характер инвестиционных решений. Действительно, инвестиции, как правило, осуществляются не сами по себе, а в рамках реализуемой инвестором стратегии своего развития. Элементом такой стратегии вполне может стать увеличение контролируемой доли рынка, которое, в особенности на первом этапе, часто требует снижения цен на реализуемую продукцию и соответственно снижения прибыли.

Или другой пример последнего времени – острая конкуренция крупнейших отечественных металлургических компаний за приобретение контрольных пакетов акций угледобывающих предприятий. Здесь стратегическая цель заключалась не столько в быстром получении дополнительной прибыли, сколько в обеспечении независимости развития основного бизнеса от ценовой политики поставщиков материально-технических ресурсов (в данном случае – коксующихся углей). То есть на конкурентных рынках инвестиции осуществляются не столько с целью получения прибыли, сколько для достижения стратегических целей компании, повышения ее ценности в глазах потенциальных покупателей и т.д.

Когда инвестором является государство, то вполне возможна постановка политических и (или) социальных целей, совместимых с общей стратегией социально-экономического развития, но не приносящих консолидированному бюджету быстрого прироста налоговых поступлений.

Характерно, что приведенное выше определение инвестиций из основополагающего Федерального закона в дальнейшем «приобрело» ряд самых разных дополнений, суть которых заслуживает особого внимания. Так, в Федеральном законе № 160-ФЗ от 9 июля 1999 г. «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» дано следующее определение: «Иностранная инвестиция — вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории РФ в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, в том числе денег, ценных бумаг, иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку, исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности, а также услуг и информации».

Несмотря на то, что в приведенном определении имеет место попытка комплексного отражения экономического содержания понятия «инвестиции», в нем незаслуженно «поражены в правах» такие неотъемлемые элементы капитала, вкладываемого в объекты предпринимательской деятельности, как здания и сооружения, оборудование, технологии. Прямое упоминание в определении ценных бумаг в числе элементов инвестиций на фоне «растворения» их материально-вещественной составляющей в термине «иное имущество» весьма симптоматично и свидетельствует о некоторой недооценке возможности инвестирования путем вложения созданного ранее основного капитала [19].

Не вполне корректно и отнесение к инвестиционным ресурсам услуг и информации, поскольку они не всегда могут принимать форму имущества или имущественных прав. Если, например, иностранная компания оказывает российскому предприятию услуги по транспортировке произведенной им продукции на экспорт, то такие услуги не являются инвестициями. Что же касается информации, то она может рассматриваться как элемент инвестиций не непосредственно, а через денежную оценку имущественных прав на нее.

Последнее замечание является принципиальным, поскольку такие виды ресурсов, как трудовые, природные и информационные, не являются в чистом виде инвестиционными. Здесь следует, прежде всего, обратить внимание не на сами виды таких ресурсов, а на производные от них нематериальные активы. Причем последние могут выступать в разнообразных формах – обладания промышленной собственностью, правами разработки месторождений сырьевых ресурсов, аккумуляции информации о специфике функционирования рынков, накопленном опыте эффективного менеджмента и т.д. Именно эти нематериальные активы (а не сами ресурсы) могут рассматриваться как источник инвестиционной деятельности.

Действительно, необходимо разграничивать такие понятия, как наличие трудовых ресурсов и качество менеджмента; природные ресурсы и права на разработку соответствующих месторождений; информация и права собственности на нее (первые из них, являясь факторами производства, относятся исключительно к экономическим ресурсам, а вторые, т.е. качество менеджмента, права на разработку природных ресурсов и право собственности на информацию, — к производным от них нематериальным активам и соответственно и к экономическим, и к инвестиционным ресурсам) и т.д.

Обратим также внимание на дополнение к рассматриваемому определению инвестиций, сделанное И.А. Бланком [2]. Он считает, инвестиции предприятия – это вложения капитала во всех его формах в различные объекты (инструменты) его хозяйственной деятельности с целью получения прибыли, а также достижения иного экономического или внеэкономического эффекта, *осуществление которого базируется на рыночных принципах и связано с факторами времени, риска и ликвидности*. Выделенное курсивом дополнение, по сути дела, исключает из анализа так называемые автономные инвестиции, прямо не предполагающие получение дохода и либо характеризующиеся эффектами, принципиально не измеряемыми стоимостными показателями либо отличающиеся повышенными сроками окупаемости [2]. Применительно к инвестициям, осуществляемым предприятиями, к ним, например, относятся финансируемые из чистой прибыли капитальные расходы по ремонту школы или реконструкции детского дома. В известной степени такие инвестиции также работают на позитивный имидж предприятия и могут оказывать

косвенное влияние на стоимость его бизнеса через увеличение клиентской базы и рост объемов продаж. Но они практически не связаны с рыночными принципами, факторами ликвидности и риска.

Еще один аспект проблемы, на который следует обратить внимание, – это наличие распространенной точки зрения об идентичности понятий «инвестиции» и «капиталовложения» [19]. Ее генетические корни связаны с буквальным переводом английского слова «investments» на русский язык, что, тем не менее, не исключает содержательных смысловых различий между отмеченными понятиями.

Так, укоренившееся в отечественной экономической литературе понимание категории «капиталовложения» сводится к их определению как одновременных затрат на строительство новых, реконструкцию и техническое перевооружение действующих основных фондов. То есть речь, по сути дела, идет лишь о вложениях в основной капитал, являющихся исключительно важным, тем не менее, частным случаем инвестиций, поскольку из поля зрения практически полностью выпадают и финансовые, и интеллектуальные инвестиции. В упомянутом учебнике под редакцией А.С. Булатова под инвестициями понимаются сбережения, направляемые в хозяйственную жизнь, вложения в капитал, а под капиталом в свою очередь – «экономический ресурс, определяемый как сумма ... средств, используемых для предпринимательской деятельности». Здесь необходимо отметить, что, с одной стороны, в составе экономических ресурсов для предпринимательской деятельности используются не только инвестиционные ресурсы, а с другой – в рассматриваемом определении за процессом инвестирования «не видно» его конечной цели.

Л.Дж. Гитман, М.Л. Джонк рассматривали инвестиции как способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости и (или) принести положительную величину дохода. Это определение инвестиций не проясняет их экономическое содержание. В частности, хранение денег «в чулке» в условиях дефляции (снижения общего уровня цен в экономике) не только обеспечивает сохранение стоимости, но и приносит определенный доход. Но к инвестициям подобный метод помещения капитала отношения не имеет. Попытка дистанцироваться от единого и исчерпывающего определения инвестиций была предпринята А. Мертенсом.

Его позиция заключается в том, что в макроэкономике «инвестиции – это часть валового внутреннего продукта, не потребленная в текущем периоде и обеспечивающая прирост капитала в экономике»; в микроэкономике – «инвестиции есть процесс создания нового капитала»; в финансовой теории инвестиции – это «сегодняшние затраты, целью которых является получение будущих выгод».

Несмотря на известную оригинальность такого подхода, вкладывать в

категорию «инвестиции» различный смысл в зависимости от области ее рассмотрения, видимо, нерационально. К тому же приведенным определениям присущи весьма существенные недостатки. В частности, весьма спорно отождествление инвестиций с созданием нового капитала на микроуровне. Так, предприятие может производить добавленную стоимость, ничего не инвестируя. Поскольку получаемая при этом прибыль одновременно является и элементом нового капитала, и элементом добавленной стоимости, из этого следует, что процесс создания нового капитала возможен и без инвестиций. Что же касается авторского определения инвестиций в рамках финансовой теории, то под него попадают самые разные «сегодняшние затраты», к инвестициям никакого отношения не имеющие. К ним, в частности, можно отнести прямой подкуп работников биржи с целью получения инсайдерской информации для получения дохода при изменении котировок ценных бумаг.

В целом различным определениям понятия «инвестиции» присущи следующие основные недостатки:

- необоснованное отождествление понятий «инвестиции» и «капиталовложения»;
- признание целей вложения капитала несущественной характеристикой инвестиций и их исключение из соответствующего определения;
- необоснованная трактовка получения прибыли как главной цели инвестиций.

С учетом изложенного в дальнейшем мы будем ориентироваться на следующее определение инвестиций:

Инвестиции – вложения капитала в форме денежных средств, целевых банковских вкладов, ценных бумаг, технологий, машин, оборудования, другого имущества, а также имущественных и неимущественных прав, имеющих денежную оценку, в объекты предпринимательской или иной деятельности для достижения стратегических целей инвестора.

В зависимости от типа инвестора его стратегические цели могут быть различными. Для предприятий и организаций негосударственного сектора экономики наиболее адекватной стратегической целью является повышение конкурентоспособности и рост стоимости бизнеса. Если в роли инвестора выступает государство, то его стратегические цели часто не могут получить объективную стоимостную оценку, и ориентированы на получение социального эффекта.

При поверхностном рассмотрении институциональный инвестор (например, паевой инвестиционный фонд), в течение одной торговой сессии на фондовой бирже способный принципиально изменить находящийся под его управлением портфель ценных бумаг, «выпадает» из приведенного опре-

деления, поскольку его инвестиции выглядят не столько стратегическими, сколько тактическими. Однако в действительности такие инвестиции также подчинены общей стратегической цели роста стоимости бизнеса паевого инвестиционного фонда, что полностью совпадает с целями его вкладчиков. Это тот случай, когда тактика оказывается на службе стратегии.

Перейдем далее к рассмотрению наиболее содержательных классификаций инвестиций, каждая из которых имеет свою область применения. Этот анализ предварим введением ряда важных определений и характеристик основных макроэкономических показателей, имеющих прямое отношение к инвестиционной деятельности.

Валовое накопление основного капитала – совокупность вложений инвесторов, включающих: а) приобретение новых и существующих основных фондов за вычетом их выбытия; б) затраты на крупные улучшения произведенных материальных активов; в) затраты на улучшение произведенных материальных активов; г) расходы в связи с передачей права собственности на произведенные активы.

Валовое сбережение – часть располагаемого дохода, не израсходованная на конечное потребление товаров и услуг.

Классификация инвестиций по направлениям инвестирования приведена ниже (см. рис. 1.1).

Следующим классификационным признаком, имеющим важное значение для содержательной характеристики различных классификаций инвестиций, является возможность участия в управлении объектом инвестирования. Ниже представлена соответствующая этой классификации схема (рис. 1.2.). В середине 90-х годов минувшего столетия доминировали прямые инвестиции, то в настоящее время доля так называемых прочих инвестиций втрое превышает сумму долей прямых и портфельных инвестиций.

С одной стороны, это объясняется снижением интенсивности процесса приватизации, а с другой стороны, ряд разновидностей прочих инвестиций, фиксируемых официальной статистикой, отнести к инвестициям достаточно сложно [19].

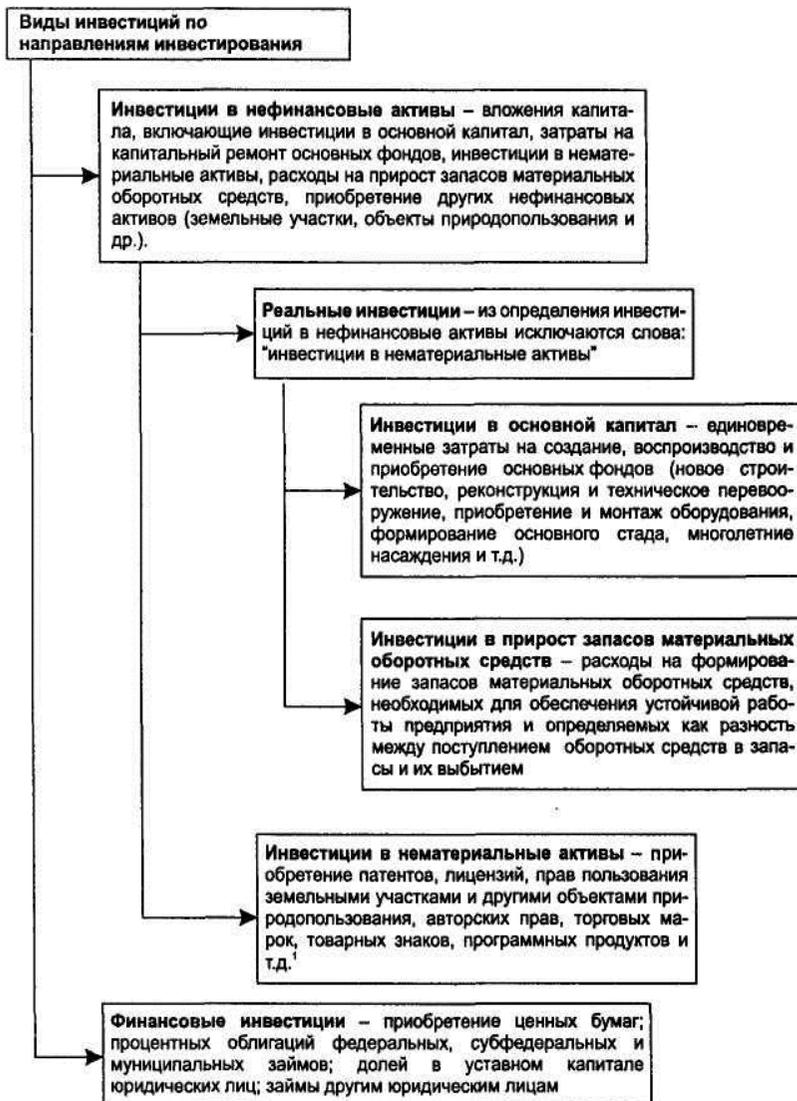


Рисунок 1.1. - Классификация инвестиций по направлениям инвестирования

С одной стороны, это объясняется снижением интенсивности процесса приватизации, а с другой стороны, ряд разновидностей прочих инвестиций, фиксируемых официальной статистикой, отнести к инвестициям достаточно сложно. К ним, в частности, относятся торговые кредиты, а также различные краткосрочные кредиты, получаемые предприятиями и организациями на покрытие кассовых разрывов, реструктуризацию имеющейся задолженности, пополнение запасов оборотных средств и другие цели, отличные от инвестиционных.

Следует отметить, что на современном этапе развития отечественной экономики относительно невысокий удельный вес прямых инвестиций достаточно закономерен. Собственники предприятий, как правило, не готовы делиться контролем над предприятием с инвесторами и предпочитают заемные источники финансирования. По мере углубления набирающих обороты процессов повышения прозрачности российского бизнеса, улучшения инвестиционного климата, развития фондового рынка можно ожидать, что роль прямых инвестиций и соответственно их удельный вес в общем объеме инвестиций в основной капитал будут постепенно увеличиваться.

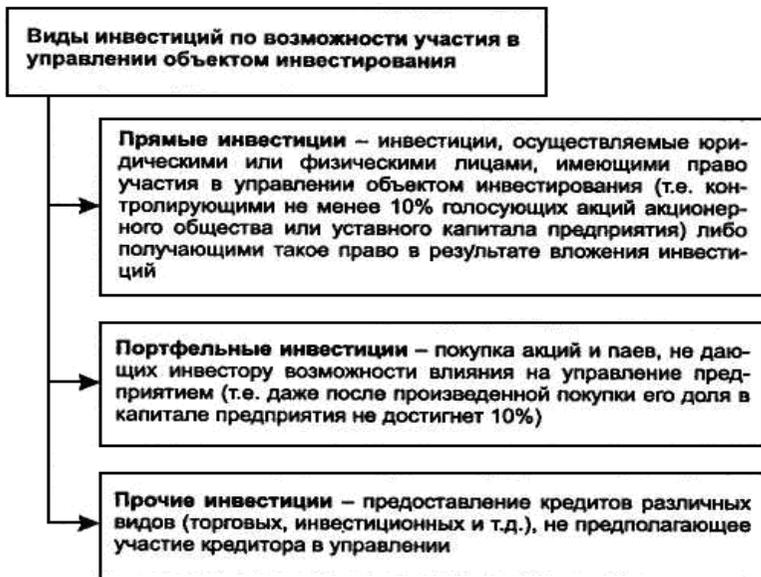


Рисунок 1.2. Классификация инвестиций по возможности участия в управлении объектом инвестирования

Рассмотрим далее классификацию инвестиций в основной капитал по степени влияния на воспроизводственные процессы (см. рис.1.3).

Для того чтобы разобраться в сути классификации инвестиций, приведенной на рисунке 1.3, необходимо ввести определения таких понятий, как основные фонды и амортизационные отчисления [19].

Основные фонды — средства производства, участвующие в нескольких производственных циклах без изменения своей материальной формы и переносящие свою стоимость на готовую продукцию по частям по мере их износа (здания, машины, оборудование и др.).

Амортизационные отчисления — ежегодные отчисления денежных средств в амортизационный фонд предприятия, предназначенные для компенсации износа основных фондов. По своему экономическому содержанию именно амортизационные отчисления являются источником простого воспроизводства основных фондов.

Если бы основные фонды, отслужившие свой нормативный срок, планомерно заменялись новыми на основе полного инвестирования накопленных амортизационных отчислений, то, очевидно, мы имели бы дело с так называемым простым воспроизводством.



Рисунок 1.3. - Классификация инвестиций в основной капитал по степени влияния на воспроизводственные процессы

В том случае, когда объем инвестиций в основной капитал превышает объем амортизационных отчислений, налицо внешние признаки расширенного воспроизводства. Однако применительно к российской экономике описанная выше простая схема далеко не всегда отражает реальные экономические процессы. Действительно, если бы все амортизационные отчисления вкладывались в обновление основных фондов и в дополнение к ним реинвестировалась часть прибыли, а также привлекались внешние инвестиционные ресурсы, то средний срок службы эксплуатируемых основных фондов имел бы выраженную тенденцию к снижению. На первый взгляд об этом же свидетельствуют данные Федеральной службы государственной статистики о коэффициентах обновления и выбытия основных фондов.

Коэффициент обновления — отношение среднегодовой стоимости основных фондов, введенных в действие в течение года, к суммарной стоимости основных фондов на начало года.

Коэффициент выбытия — отношение среднегодовой стоимости основных фондов, выбывших в течение года, к суммарной стоимости основных фондов на конец года.

1.2 Инвестиционный проект: основные понятия и определения

Инвестиционный проект (далее ИП) – комплексный план мероприятий, направленных на создание нового или модернизацию действующего производства товаров и (или) услуг и обеспечивающих достижение целей участников проекта.

В приведенном определении основное внимание акцентируется на двух содержательных моментах: 1) воспроизводственном аспекте процесса реализации ИП; 2) достижении целей всех участников проекта – как активных (инвесторы; предприятия, привлекающие инвестиции), так и пассивных (государство¹; население, проживающее на территории, где реализуется проект).

Если направленность ИП либо на создание новых, либо на модернизацию действующих производств является его очевидной органически присущей ему характеристикой, то с достижением целей участников проекта все не столь однозначно. Например, план мероприятий, связанных со строительством атомной электростанции, не перестанет быть инвестиционным проектом даже в случае его несоответствия целям отдельных участников (к таковым, в частности, относится местное население, как правило, протестующее против подобного строительства из-за наличия рисков возникновения аварийных ситуаций).

Государство является пассивным участником проекта в том случае, если оно не выступает в роли инвестора, не предоставляет никаких преференций другим участникам проекта.

Проблема состоит в том, что проект, противоречащий коренным интересам любого из его участников, часто просто не может быть реализован. Так, если уровень доходности проекта не устраивает инвестора, он предпочтет альтернативные варианты инвестирования. Государство, хотя и заинтересовано в создании новых рабочих мест и дополнительных налоговых поступлениях в бюджет, может заблокировать реализацию проекта, инициируемого иностранным инвестором, исходя из соображений национальной безопасности. Отсутствие согласования проекта с населением (или его полномочными представителями), озабоченным негативными экологическими последствиями, может привести к росту социальной напряженности и переоценке потенциальными инвесторами уровня риска. Поэтому соответствие целям различных участников также является ключевой характеристикой, раскрывающей содержание понятия «инвестиционный проект».

Отметим, что по аналогии с базовым определением инвестиций в рассматриваемом определении достижение целей участников проекта не отождествляется с получением экономического эффекта (и тем более прибыли). Очевидно, что цели реализации инвестиционных проектов не всегда являются экономическими.

Известно, например, что увеличение экспорта российской нефти в условиях благоприятной конъюнктуры мирового рынка энергоносителей сдерживается недостаточной мощностью системы магистральных нефтепроводов. Одним из наиболее перспективных вариантов решения этой проблемы является строительство нефтепровода Тайшет – Тихий океан, обеспечивающего увеличение возможностей нефтяного экспорта на растущие рынки Азиатско-Тихоокеанского региона. При прочих равных условиях чем продолжительнее будет период высоких мировых цен на нефть, тем быстрее окупятся инвестиции по такому проекту. Ясно, что у проекта развития инфраструктуры трубопроводного транспорта нефти, помимо экономических, есть и геополитические цели. Тем не менее с учетом экологических рисков, связанных с прохождением трассы магистрального нефтепровода в непосредственной близости от озера Байкал, было принято принципиальное решение о переносе трассы таким образом, чтобы полностью исключить риск загрязнения Байкала. Хотя это решение может увеличить объем инвестиций по проекту и период их окупаемости, но с точки зрения долгосрочной перспективы заслуживает самой позитивной оценки исходя из заботы о национальном достоянии, к которому, без сомнения, относится и озеро Байкал, а также с позиций формирования

прогрессивного экологического имиджа России в мире.

Другой пример – строительство библиотеки является инвестиционным проектом, преследующим не столько экономические, сколько гуманитарные цели. Безусловно, с течением времени занятое в экономике более образованное население обеспечит и более высокий уровень производительности труда, т.е. экономический эффект также будет иметь место. Но «уловить» его в стоимостном выражении на стадии разработки проекта строительства библиотеки не представляется возможным.

Следует обратить внимание, что рассмотренная трактовка понятия «инвестиционный проект» не является единственной. Так, в Федеральном законе от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ использовано следующее определение: «Инвестиционный проект – это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описанием практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план)».

В этом определении акцент смещается от содержания инвестиционного проекта к описанию того перечня документов, который должен быть представлен для его утверждения в установленном порядке. На наш взгляд, более точной характеристикой требуемой документации является рекомендованный в «Методических рекомендациях» термин «проектные материалы».

Рассмотрим основные классификации ИП:

1. По масштабу реализации.

По этому классификационному признаку проекты подразделяются на глобальные, народнохозяйственные, крупномасштабные и локальные.

ИП являются глобальными, если их реализация оказывает существенное влияние на социально-экономическую ситуацию в мире.

К глобальным проектам можно отнести, например, появление сети Интернет, оказавшее огромное влияние на развитие мировой экономики. В этом же ряду появление мобильной связи и ряд других проектов в области информационных технологий. Упомянутый выше проект строительства магистрального нефтепровода Тайшет – Тихий океан пропускной способностью 80 млн т нефти в год также относится к глобальным, поскольку его ввод в действие самым непосредственным образом повлияет на структуру спроса и предложения на мировом нефтяном рынке. В этом ряду создание в России Объединенной авиастроительной корпорации, имеющей амбициозные планы трехкратного увеличения объемов производства авиационной техники в течение 10 лет и доведения доли

России на мировом авиарынке до 15-20%.

ИП являются народнохозяйственными, если их реализация оказывает существенное влияние на социально-экономическую ситуацию в стране, а их влиянием на социально-экономическую ситуацию в мире можно пренебречь.

Применительно к развитию российской экономики к народнохозяйственным можно отнести целый ряд проектов освоения Восточной Сибири и Дальнего Востока (строительство Богучанской ГЭС, строительство федеральной автомобильной автотрассы Чита — Хабаровск и т.д.). Все эти проекты окажут самое непосредственное влияние не только на социально-экономическую ситуацию в регионе, но и в стране и целом. Такое влияние является многоплановым и заключается в создании нового центра экономического роста, возможностях постепенного сокращения дотаций из федерального центра, формировании инфраструктуры для проведения эффективной миграционной политики и т.д.

ИП являются крупномасштабными, если их реализация оказывает существенное влияние на социально-экономическую ситуацию в отдельных отраслях или регионах страны, а их воздействие на другие отрасли или регионы можно не учитывать.

Например, в последнее время столичный регион начинает испытывать определенный дефицит в электроэнергии. Следовательно, строительство новых генерирующих мощностей, а также реализация инновационных энергосберегающих проектов могут быть с полным основанием отнесены к крупномасштабным. Компания «Илим Палп» планирует осуществить целый ряд крупномасштабных проектов, направленных на повышение эффективности функционирования лесного комплекса Иркутской области на общую сумму от 700 до 900 млн долл. В их числе расширение лесозаготовок, развитие глубокой переработки древесины, строительство целлюлозного завода.

Характерно, что в настоящее время грани между народнохозяйственными и крупномасштабными проектами зачастую стираются. Основной причиной этого является развитие межрегиональной и межотраслевой интеграции, приводящее к формированию кластеров экономического роста.

Согласно М. Портеру, кластеры представляют собой сконцентрированные по географическому признаку группы промышленных компаний и связанных с ними организаций (финансовых, торговых, исследовательских и т.д.), характеризующихся общностью экономических интересов и взаимодополняющих друг друга. Для развитых кластеров характерно наличие и вертикальных (покупатель — продавец), и горизонтальных (общие потребители, технологии производства, каналы

распространения товаров) связей. Целенаправленное формирование конкурентоспособных межрегиональных и межотраслевых кластеров является мощным катализатором социально-экономического развития регионов, критически важным условием обеспечения стратегической конкурентоспособности входящих в кластер предприятий, получения мультипликативного и синергетического эффектов при их функционировании.

ИП являются локальными в случае, если они реализуются на конкретном предприятии и не оказывают существенного влияния ни на социально-экономическую ситуацию в регионе, ни на уровень цен на рынках товаров и услуг.

В частности, компания «Макси-групп» построила в г. Ревде Свердловской области электросталеплавильный завод. Или другой пример — ОАО «Группа Разгуляй» (один из крупнейших игроков зернового и сахарного рынков России) инвестировало более 100 млн долл. в приобретение и модернизацию зерноперерабатывающих предприятий и сахарных заводов. Подобные проекты осуществляются повсеместно и ИТОГ тип проектов можно считать самым распространенным. Именно применительно к локальным проектам существующие методики оценки эффективности их реализации являются наиболее разработанными.

Перейдем далее к анализу следующей классификации инвестиционных проектов.

2. По возможной степени взаимной зависимости между ИП.

По этому классификационному признаку проекты подразделяются на независимые, взаимоисключающие (или альтернативные), взаимодополняющие и взаимовлияющие.

Мультипликативный эффект проявляется в том, что результаты осуществления конкретного проекта не исчерпываются получением доходов от его реализации, способствуя вовлечению в орбиту деловой активности возможно большего количества смежных производств. Что же касается эффекта синергетического, то он будет иметь место в том случае, когда общий эффект, получаемый группой предприятий, входящих в кластер, превышает сумму эффектов, получаемых каждым из них в отдельности.

ИП являются независимыми в том случае, если отказ от одного из них не влияет на возможность или целесообразность реализации другого.

Например, ОАО АК «Транснефть» завершило реализацию проекта строительства Балтийской трубопроводной системы, расширяющего возможности экспорта нефти на платежеспособный западноевропейский рынок. Другим направлением инвестирования является модернизация

действующей системы магистральных нефтепроводов. Учитывая высокий инвестиционный потенциал ОАО АК «Транснефть», осуществление рассмотренных, а также других приоритетных ИП возможно независимо друг от друга.

Торговая сеть «Metro» осуществляет строительство в Москве нескольких своих комплексов. Потенциальные возможности компании таковы, что эти проекты могут осуществляться независимо друг от друга. К этому примеру необходимо сделать одно существенное дополнение. Если в непосредственной близости от торгового комплекса сети «Metro» возводится ориентированный на близкий контингент потребителей торговый комплекс конкурирующей торговой сети («Перекресток», «Ашан» и т.д.), то такие проекты уже нельзя назвать независимыми, несмотря на то, что они финансируются из разных источников. Жесткая конкуренция торговых сетей друг с другом за лояльность потребителя повлияет на размер доходов от инвестиций каждого из них, поэтому рассматриваемые проекты относятся скорее к взаимовлияющим (см. ниже).

ИП являются альтернативными, если реализация одного из них делает невозможной или нецелесообразной реализацию другого.

Суть альтернативных проектов достаточно просто раскрывается при рассмотрении возможных вариантов строительства объектов разного целевого назначения на одной и той же строительной площадке. Нельзя, например, использовать ее одновременно и для возведения нового завода, и для создания центра организации досуга. Точно так же частный инвестор не может вложить одни и те же денежные средства в приобретение пакета акций на фондовом рынке и разместить их на банковском депозите. Приведенные примеры иллюстрируют суть альтернативных ИП (в последнем случае речь идет об альтернативных направлениях финансовых инвестиций). В афористичной форме их экономическое содержание было раскрыто американским ученым-экономистом П. Самуэльсоном. Он как-то заметил, что даже маленькие дети, подрастая, узнают, что на вопрос «какой из двух» нельзя отвечать «оба».

ИП, которые могут быть приняты или отвергнуты только одновременно, называются взаимодополняющими.

При создании новых потенциально экологически грязных производств необходимо запланировать строительство очистных сооружений. Подобные проекты являются взаимодополняющими, так как без затрат на необходимые природоохранные мероприятия проект не сможет быть реализован (не получит согласования экологов), но и строительство очистных сооружений без промышленного предприятия лишено смысла. то есть рассматриваемые проекты полностью соответствуют главному признаку взаимодополняющих проектов — наличию возможности либо одновременной реализации, либо

одновременного отклонения.

Точно так же, если в регионе планируется размещение энергоемкого производства, а мощность существующих объектов энергетической инфраструктуры недостаточна для обслуживания нового потребителя, возникает необходимость реализации двух взаимодополняющих проектов — развития энергетического хозяйства и создания нового производства.

ИП называются взаимовлияющими, если при их совместной реализации возникают дополнительные эффекты, не проявляющиеся при реализации каждого из проектов в отдельности.

Помимо приведенного выше примера с конкуренцией строительства торговых комплексов, к взаимовлияющим могут быть отнесены и проекты строительства сетей гостиниц, ресторанов, бензоколонок вдоль новых платных автомобильных магистралей. Действительно, предприятия сферы услуг, находящиеся в значительном удалении от мест концентрированного платежеспособного спроса, будут скорее всего убыточны, а инвестиции в их создание неэффективны. В то же время наличие качественного сервиса является одним из важных факторов возможного увеличения платы за проезд по рассматриваемой автомобильной дороге и ускорения возврата вложенных средств. Характерно, что совместная реализация проектов развития инфраструктуры и сферы услуг практически всегда может рассматриваться в качестве примера взаимовлияющих ИП и, как правило, приводит к получению синергетического эффекта инвестирования.

Такая же логика действует при оценке целесообразности осуществления взаимовлияющих проектов, один из которых связан с внедрением принципиально нового оборудования, а другой — с подготовкой кадров, способных его эффективно использовать. Действительно, если попытаться реализовать эти проекты изолированно друг от друга, то на позитивный результат рассчитывать не приходится. В первом случае (когда есть новое оборудование, но нет кадров) сделанные инвестиции окажутся замороженными и не дадут планируемой отдачи, а во втором случае (когда есть квалифицированные кадры, но нет соответствующего оборудования) можно ожидать, что наиболее дефицитные специалисты просто покинут предприятие, поскольку их квалификация окажется невостребованной.

Из приведенных примеров виден принцип разграничения взаимодополняющих и взаимовлияющих проектов. Если взаимодополняющие проекты не могут быть реализованы изолированно друг от друга в принципе (по разным причинам), то раздельное осуществление взаимовлияющих проектов возможно, хотя и не даст того эффекта, который может быть получен при их совместном выполнении. Дополним типологию инвестиционных проектов по масштабу реализации и степени взаимной зависимости еще одним классификационным признаком [19].

3. Тип поддерживаемой проектами инвестиционной стратегии и соответствующий им уровень рисков.

Из экономической теории известно, что предприятие может следовать либо пассивной, либо активной инвестиционной стратегии. Пассивная стратегия направлена на сохранение достигнутого уровня эффективности производства путем замены (простого воспроизводства) физически изношенного оборудования, подготовки нового персонала взамен уволившегося, повышение прибыльности за счет снижения издержек производства традиционной продукции путем совершенствования применяемых технологий. Характерные черты пассивной инвестиционной стратегии — отсутствие целевой установки на увеличение контролируемой доли рынка и минимизация рисков, свойственных смене технологий производства.

Соответственно активная инвестиционная стратегия связана с повышением конкурентоспособности компании по сравнению с достигнутым ранее уровнем за счет применения наукоемких и ресурсосберегающих технологий, освоения производства новых пользующихся платежеспособным спросом товаров и услуг, выхода на новые рынки и т.д. Такая стратегия, как правило, предполагает ориентацию на применение технико-технологических инноваций, увеличение объемов продаж и доли рынка.

Практическая реализация каждой из этих стратегий требует разработки определенных ИП, существенно различающихся как по целям, так и по уровню риска их реализации. Классификация ИП по этим признакам, представленная в табл. 1.2, требует определенных пояснений. Так, отсутствие риска при осуществлении так называемых обязательных инвестиций следует понимать в том смысле, что этот риск просто нет смысла учитывать. Действительно, если сельскохозяйственное предприятие приобретает новый трактор точно такой же модификации взамен полностью износившегося, то не происходит никаких изменений в технологии, организации и объемах производства. Поэтому и соответствующий инвестиционный риск равен нулю.

Отметим, что под инвестиционным риском понимается возможность финансовых и иных потерь участников инвестиционной деятельности.

Таблица 1.2 – Классификация инвестиционных проектов по типу поддерживаемой инвестиционной стратегии и уровню риска

Тип инвестиционной стратегии, поддерживаемый ИП	Цели ИП	Сравнительная оценка уровня риска
Пассивная	Обязательные инвестиции	Отсутствует
	Вложения в обновление существующего производства	Незначительный
	Проекты снижения себестоимости производства товаров и услуг за счет совершенствования традиционных технологий	Ниже среднего
Активная инвестиционная стратегия	Проекты снижения себестоимости производства товаров и услуг за счет применения инновационных технологий	Средний
	Проекты расширения производства	Выше среднего
	Проекты освоения новых товаров или рынков	Значительно выше среднего
	Исследования и разработки	Наивысший

Заслуживает внимания и выявление причин более высокого риска проектов расширения производства по сравнению с проектами снижения себестоимости производства товаров и услуг. Дело в том, что при реализации проектов, обеспечивающих снижение себестоимости, но и не изменяющих объемы производства и реализации продукции, предприятие работает внутри сложившейся собственной рыночной ниши и не претендует на своеобразный передел рынка за счет увеличения своей доли. В этом случае риски намного меньше, чем в случае попытки вытеснения конкурентов путем увеличения объемов продаж.

К наиболее рискованным относятся ИП по освоению новых товаров или рынков и вложения в научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР). Тем не менее, несмотря на то что, как правило, коммерческий успех имеют не более 10% подобных проектов, высокий уровень доходности их реализации компенсирует убытки,

понесенные из-за вложений в проекты, не обеспечившие никакого экономического эффекта. Повышенный риск инвестора, финансирующего такой, по сути дела, венчурный проект, заключается в том, что практически единственным обеспечением его вложений является качество бизнес-идеи, положенной в основу проекта.

Рассмотренная классификация ИП по таким признакам, как тип поддерживаемой инвестиционной стратегии, цели реализации и уровень риска, является своеобразным прологом к пониманию экономического смысла «золотого правила инвестирования», заключающемуся в том, что чем выше ожидаемый инвестиционный риск, тем выше должна быть компенсирующая этот риск доходность реализации ИП. Поэтому при прочих равных условиях чем более амбициозны цели инвестирования, тем выше риски и соответственно выше должна быть отдача от инвестиций.

В современных условиях, характеризующихся обострением конкуренции на большинстве рынков товаров и услуг, быстрыми и часто слабо предсказуемыми изменениями внешней среды, ориентация на пассивные инвестиционные стратегии не гарантирует бизнесу не только динамичного развития, но даже и сохранения достигнутого уровня конкурентоспособности. Поэтому будущее за активными инвестиционными стратегиями и поддерживающими их ИП. Соответственно это предъявляет повышенные требования к участникам инвестиционного процесса как с точки зрения обоснования эффективности инвестиционных решений, так и в части объективной оценки сопутствующих им рисков.

Каким бы ни было целевое назначение ИП (освоение производства новой продукции, расширение производства традиционного ассортимента, снижение себестоимости и т.д.), разработка каждого из них связана с анализом финансовых потоков на четырех основных фазах (стадиях) — предынвестиционной, инвестиционной, эксплуатационной и ликвидационной. Их характеристика приводится ниже:

а) предынвестиционная фаза включает такие этапы, как исследование инвестиционных возможностей (или opportunity studies); предпроектные исследования (или pre-feasibility studies); оценка осуществимости проекта (feasibility studies). Как правило, отмеченные этапы строго выдерживаются лишь для крупных проектов, требующих привлечения внешних инвесторов.

Независимо от продолжительности и особенностей разграничения этапов предынвестиционной стадии ее осуществление предполагает решение следующих важнейших задач:

- диагностика качества первоначальной идеи проекта, реалистичности концепции его реализации с учетом имеющихся альтернатив;
- разработка бизнес-плана проекта;
- получение экспертного заключения о целесообразности реализации

проекта;

- выбор местоположения объекта;
- финансовое обеспечение проектно-изыскательских работ и выбор проектной организации;
- разработка и утверждение проектно-сметной документации (ПСД);
- отвод земли и получение разрешения на строительство;
- подготовка рабочей документации и заключение договора подряда (возможно, с проведением конкурса среди строительных организаций);

подготовка инвестиционного предложения и привлечение инвестиций, необходимых для осуществления проекта (в случае, если проект полностью финансируется из собственных средств, отмеченная задача теряет актуальность);

- формирование организационно-экономического механизма реализации проекта.

Следует отметить, что именно формирование организационно-экономического механизма реализации проекта является одним из важнейших результатов предынвестиционной стадии в случае ее успешного прохождения. Согласно «Методическим рекомендациям»: Организационно-экономический механизм реализации проекта — форма взаимодействия участников проекта, фиксируемая в проектных материалах в целях обеспечения реализуемости проекта и возможности учета интересов каждого участника ИП.

Этот механизм включает:

- нормативные документы, на основании которых осуществляется взаимодействие участников;
- обязательства, принимаемые участниками в связи с осуществлением ими совместных действий по реализации проекта, гарантии таких обязательств и санкции за их нарушение;
- условия финансирования инвестиций, в частности основные условия кредитных соглашений (сроки кредита, процентные ставки, периодичность уплаты процентов и т.д.);
- особые условия оборота продукции и ресурсов между участниками (использование бартера; трансфертных цен; льготных кредитов и т.д.);
- систему управления реализацией проекта, обеспечивающую должную синхронизацию деятельности отдельных участников, защиту интересов каждого из них;
- меры по взаимной финансовой, организационной и иной поддержке, включая государственную;
- основные особенности учетной политики каждого участника проекта.

По данным ЮНИДО, затраты на предынвестиционной стадии исследований

составляют примерно 1% общего объема инвестиций по проекту для крупных проектов и достигают 5% для некапиталоемких проектов. Однако, несмотря на столь незначительную долю в суммарных инвестициях, недостаточно ответственное отношение к рассматриваемой стадии является достаточно серьезной и, к сожалению, весьма распространенной ошибкой. Допущенные здесь просчеты неминуемо приводят к значительным финансовым потерям на последующих стадиях реализации инвестиционного проекта.

Нельзя не отметить, что в современных российских условиях роль предынвестиционной стадии проекта еще выше, поскольку именно на этой стадии особенно остро стоит проблема преодоления административных барьеров инвестиционной деятельности, связанных с избыточным государственным регулированием процессов выбора местоположения объекта инвестирования, получения разрешения на строительство, согласования условий энергоснабжения, водоснабжения и канализации и т.д. Преодоление этих барьеров требует времени и дополнительных финансовых затрат (т.е. транзакционных издержек), удорожающих проект и снижающих его привлекательность для инвесторов.

Подобные барьеры представляют собой мощный фактор удорожания инвестиционных проектов и соответственно снижения эффективности их реализации¹. Весьма показательным образом отличается от структуры транзакционных издержек принципиальным образом отличается от структуры капиталовложений инвестора. Если затраты инвестора на предынвестиционной стадии соотносятся с затратами на инвестиционной стадии примерно, как 1:20, то на долю предынвестиционной стадии, как правило, приходится до 70% общего объема транзакционных издержек. Отмеченное обстоятельство подтверждает значимость предынвестиционной стадии реализации ИП, которая зачастую совершенно незаслуженно недооценивается;

б) на инвестиционной фазе выполняются следующие виды работ:

- строительство объектов, предусмотренных проектно-сметной документацией;
- приобретение и монтаж оборудования, проведение пусконаладочных работ;
- заключение и выполнение контрактов на поставку сырья и комплектующих (т.е. формирование оборотного капитала, необходимого для обеспечения ритмичной работы построенного объекта сразу после его пуска в эксплуатацию);
- организация предпроизводственного маркетинга, набор и обучение персонала, сдача и пуск объекта в эксплуатацию;

в) эксплуатационная фаза, предопределяющая фактическую

эффективность реализации проекта в неразрывной взаимосвязи с качеством выполнения работ на прединвестиционной и инвестиционной стадиях;

г) виды работ, выполняемые на ликвидационной фазе, определяются спецификой ИП. Например, при разработке месторождений полезных ископаемых на ликвидационной фазе может проводиться рекультивация земель с целью их

последующего вовлечения в хозяйственный оборот, а при завершении эксплуатации экологически опасного объекта — его консервация и т.д.

Принимая во внимание приведенную характеристику стадий реализации инвестиционного проекта, можно конкретизировать и понятие «инвестиции в реализацию проекта», экономической оценке эффективности которых будет уделено основное внимание в дальнейшем изложении.

Инвестиции в реализацию проекта — сумма единовременных затрат, осуществляемых на прединвестиционной и инвестиционной стадиях.

Прежде чем перейти непосредственно к рассмотрению основополагающих принципов оценки эффективности ИП, необходимо дать определение таким базовым понятиям, как «эффект» и «эффективность». В частности, в «Методических рекомендациях» под эффективностью ИП понимается «категория, отражающая соответствие проекта, порождающего данный ИП, целям и интересам его участников». Представляется, что такое определение не исчерпывает сути проблемы. Дело в том, что проект может соответствовать целям участников, но быть при этом неэффективным. Такая ситуация может иметь место при реализации любых проектов — как обладающих потенциальной коммерческой эффективностью, так и имеющих социальную направленность. Если, например, предприятие поставило перед собой цель удвоения объемов производства конкретного товара, но плохо спрогнозировало спрос, то после реализации ИП цель будет достигнута, а сами инвестиции окажутся неэффективными вследствие кризиса сбыта рассматриваемого товара.

Если государство строит больницу за счет бюджетных средств, то после завершения строительства эта больница сможет предоставить населению необходимые медицинские услуги и первоначальную цель можно будет считать достигнутой. Если же при этом неправильно выбран подрядчик и стоимость строительства значительно превысила первоначальные проектировки, то произведенные инвестиции нельзя считать эффективными.

Для достижения методической строгости в дальнейшем изложении материала мы будем использовать базовые определения понятий «экономический эффект» и «экономическая эффективность».

Экономический эффект — абсолютная величина экономического результата, для характеристики которого используются такие показатели, как объем продаж, прибыль, сальдо денежного потока и т. д.

Экономическая эффективность — отношение экономического эффекта к необходимым для его получения затратам, характеризуемое такими показателями, как уровень рентабельности, доход в расчете на единицу вложенного капитала, производительность труда и т. д.

1.3 Принципы оценки эффективности инвестиционных проектов

Основными принципами оценки эффективности ИП являются следующие:

- прогнозирование денежных потоков, включающих все связанные с осуществлением проекта денежные поступления и выплаты за расчетный период времени;
- рассмотрение проекта на протяжении расчетного периода — от проведения предынвестиционных исследований до прекращения реализации проекта (такое прекращение может быть, как следствием физического или морального износа основных фондов, так и намерением инициатора проекта продать построенный объект в течение фазы его коммерческой эксплуатации);
- учет фактора времени, связанный с неравноценностью денежных поступлений и выплат (для участников проекта предпочтительнее более ранние результаты и более поздние затраты);
- учет влияния инфляции (учет изменения цен на различные виды продукции и ресурсов в период реализации проекта) и возможности использования при реализации проекта нескольких валют;
- учет (в количественной форме) влияния неопределенностей и рисков, сопровождающих реализацию проекта;
- сопоставимость условий сравнения различных проектов (вариантов проекта);
- учет только предстоящих денежных поступлений и выплат;
- учет последствий отказа от осуществления проекта (т.е. оценку эффективности ИП следует проводить путем сопоставления сценариев «без проекта» и «с проектом»);
- учет всех наиболее существенных последствий проекта в смежных сферах экономики, включая социальную и экологическую;
- учет наличия разных участников проекта, несовпадения их интересов и различных оценок стоимости капитала, выражающихся в индивидуальных значениях нормы дисконта;
- учет влияния на эффективность ИП потребности в оборотном капитале,

необходимом для функционирования создаваемых в ходе реализации проекта производственных фондов;

- адекватное информационное обеспечение расчетов показателей эффективности ИП;
- многоэтапность оценки эффективности ИП.

Рассмотрим некоторые из этих принципов более подробно, принимая во внимание специфику реализации ИП на современном этапе реформирования российской экономики. В соответствии с принципом положительности и максимума эффекта, для того чтобы ИП, с точки зрения инвестора, был признан эффективным, необходимо, чтобы эффект реализации порождающего его проекта был положительным; при сравнении альтернативных ИП предпочтение должно отдаваться проекту с наибольшим значением эффекта. В реальной действительности положительность эффекта представляет собой не принцип, а критерий эффективности осуществления проекта.

Отмеченный принцип представляется весьма существенным. Никакие, даже самые совершенные знания по технике расчета показателей эффективности инвестирования не смогут заменить трудоемких исследований по поиску и первичной обработке необходимой исходной информации.

Прогнозирование потоков реальных денег, генерируемых проектом.

Суть данного принципа заключается в необходимости достоверного прогнозирования разработчиками бизнес-плана ИП динамики потоков реальных денег в течение определенного расчетного периода. Причем качество прогноза имеет ключевое значение. Неслучайно известный американский экономист Дж. Гэлбрейт утверждал, что единственная функция экономического прогноза состоит в том, чтобы астрология выглядела более респектабельно.

Для того чтобы уяснить суть данного принципа, необходимо конкретизировать понятие «поток реальных денег» и обосновать подходы к определению продолжительности расчетного периода.

Денежные потоки, генерируемые проектом, — совокупность денежных поступлений и выплат, получаемых и осуществляемых в ходе реализации инвестиционного проекта. Применение термина «расходы» в данном случае не вполне корректно, поскольку вся теория оценки эффективности инвестиционных проектов базируется прежде всего на определении сальдо денежного потока, а не на соизмерении затрат и результатов в соответствии с традиционными представлениями бухгалтерского и налогового учета.

Безусловно, и получаемые результаты инвестирования, и осуществляемые по проекту затраты (или расходы, что то же самое) оказывают самое непосредственное влияние на показатели эффективности

проекта. Но, как мы убедимся в дальнейшем, учет доходов и расходов при обосновании инвестиционных решений имеет определенную специфику, связанную с необходимостью их представления в форме реальных денежных поступлений и выплат.

Сальдо денежного потока (синонимы — финансовый итог, cash flow) представляет собой разность между денежными поступлениями и денежными выплатами.

Так, гл. 25 Налогового кодекса Российской Федерации содержит ст. 253 «Расходы, связанные с производством и реализацией», где прямо указано, что такие расходы включают суммы начисленной амортизации. Но амортизационные отчисления не являются денежными выплатами. Более того, как будет показано в гл. 3, их учет в составе денежных выплат ошибочен и ведет к двойному счету капиталовложений по проекту. Другим примером, иллюстрирующим отличия концепции потока реальных денег от сопоставления доходов и расходов, является получение банковского кредита. Очевидно, что поступление кредита на расчетный счет предприятия является денежным поступлением, но не может рассматриваться в качестве дохода.

Поэтому представляется необходимым избегать использования термина «расходы» для характеристики денежных потоков, генерируемых проектом, и применять термин «денежные выплаты». Такой подход обеспечивает однозначность толкования денежных потоков и создает объективные предпосылки для последующего обоснованного определения ключевых показателей эффективности инвестирования.

При прогнозировании денежных поступлений и выплат их, как правило, подразделяют по видам деятельности — операционной (производственной), инвестиционной, финансовой. Идентификация денежных потоков от производственной деятельности не вызывает принципиальных затруднений. Очевидно, что их основным элементом в данном случае является выручка от реализации продукции (или услуг), а выплаты связаны с приобретением сырья, материалов, комплектующих, начислением заработной платы, страховыми и налоговыми платежами.

Что же касается разграничения финансовой и инвестиционной деятельности, то можно руководствоваться следующим правилом: «Все денежные потоки, обусловленные либо непосредственно единовременными затратами, либо доходами, полученными от ранее осуществленных единовременных затрат, относятся к инвестиционной деятельности. Все денежные потоки, являющиеся следствием операций по привлечению финансовых ресурсов (поступления) и расчетам с инвесторами (выплаты), относятся к финансовой деятельности».

Укрупненная классификация денежных потоков по видам деятельности представлена в табл. 1.3.

Таблица 1.3 – Классификация денежных потоков, обусловленных реализацией проекта

Вид деятельности	Поступления денежных средств	Выплаты денежных средств
Производственная (операционная) деятельность	Выручка от реализации продукции Внереализационные доходы Прочие поступления	Приобретение сырья и материалов Оплата труда Начисления на фонд оплаты труда Страховые и налоговые платежи
Инвестиционная деятельность	Доходы от инвестиций в ценные бумаги Доходы от продажи активов	Приобретение основного капитала Приобретение нематериальных активов Расходы на формирование оборотного капитала на инвестиционной стадии проекта Ликвидационные расходы Другие единовременные расходы
	Поступления от продажи Полученные займы Прочие финансовые поступления (субсидии, субвенции, дотации и др.)	Выплаты процентов по Возврат основной суммы долга Выплаты дивидендов

Рассмотрение проекта на протяжении расчетного периода — от проведения прединвестиционных исследований до прекращения реализации проекта.

Для определения продолжительности расчетного периода или периода времени, в течение которого производится прогнозирование потоков реальных денег и зависящего от продолжительности проектного цикла и требований инвестора, нам потребуется предварительно вернуться к понятию «проектный цикл». Как было показано выше, он включает продолжительность прединвестиционной (от идентификации инвестиционных возможностей до подготовки оценочного заключения и организационно-

экономического механизма реализации проекта), инвестиционной (от проектирования до пуска объекта в эксплуатацию), эксплуатационной и ликвидационной фаз реализации проекта.

С учетом изложенного можно сделать вывод о том, что максимально возможная продолжительность расчетного периода не превышает продолжительность проектного цикла, получаемого путем суммирования временных периодов, соответствующих предынвестиционной, инвестиционной, эксплуатационной и ликвидационной фазам осуществления проекта. Его минимальная продолжительность не может быть меньше, чем суммарная продолжительность предынвестиционной и инвестиционной фаз, поскольку в противном случае окупить авансированный в реализацию проекта капитал будет невозможно. Таким образом,

$$T_{\text{Пред}} + T_{\text{ин}} < T < T_{\text{пц}}, \quad (1.2)$$

где $T_{\text{пред}}$, $T_{\text{ин}}$, T , $T_{\text{пц}}$ - продолжительность соответственно предынвестиционной и инвестиционной фаз, расчетного периода и проектного цикла.

При необходимости практического решения проблемы выбора продолжительности расчетного периода инвестору следует обратить внимание на степень достоверности результатов прогнозирования денежных потоков и общую характеристику инвестиционного климата. Чем хуже инвестиционный климат и чем выше неопределенность результатов реализации инвестиционного проекта, тем меньше продолжительность расчетного периода (т.е. тем ближе она к левой границе рассмотренного интервала). И наоборот, чем лучше инвестиционный климат и достовернее оценка ожидаемых результатов, тем больше у инвестора оснований для увеличения продолжительности расчетного периода и его приближения к продолжительности проектного цикла.

После того, как продолжительность расчетного периода определена, решается следующая, не менее важная задача его разбиения на шаги расчета. Цель такого разбиения — агрегирование денежных поступлений и выплат внутри каждого шага. Выбор отрезков времени для разбиения расчетного периода на шаги также зависит от характеристики инвестиционного климата и степени предсказуемости динамики денежных потоков. Чем менее достоверен такой прогноз, тем при прочих равных условиях короче шаги расчета (их продолжительность может быть равна, например, кварталу, для того чтобы «привязаться» к срокам предоставления бухгалтерской отчетности). В то же время при стабильных ценах и благоприятном инвестиционном климате шаг расчета может быть увеличен до одного года (шаги большей продолжительности, как правило, не применяются). С учетом изложенного:

Проектный цикл — период времени, включающий продолжительность предынвестиционной, инвестиционной, эксплуатационной и ликвидационной фаз реализации проекта.

Расчетный период — период времени, в течение которого производится учет денежных потоков, генерируемых проектом и используемых при определении показателей оценки эффективности его реализации.

Шаги расчета — временные отрезки, на которые разбивается расчетный период для агрегирования денежных потоков.

Следует отметить, что генерируемые проектом денежные поступления и выплаты за пределами расчетного периода выпадают из анализа эффективности инвестирования даже в случае, если принятая продолжительность расчетного периода меньше продолжительности проектного цикла (рис. 1.4). Пренебрежение ими равносильно принятию допущения, уменьшающего ожидаемую отдачу от реализации проекта, поскольку нет логических оснований предполагать, что в течение эксплуатационной стадии осуществления хорошо проработанного проекта положительное сальдо денежного потока сменится отрицательным (в дальнейшем мы покажем, что при необходимости осуществления значительных затрат на ликвидационной стадии проекта эта логика может и не работать).

По сути дела, это означает введение в расчеты эффективности инвестирования дополнительного запаса прочности, позволяющего интерпретировать конечное решение о целесообразности начала финансирования проекта на основе определения рассматриваемых в дальнейшем ключевых оценочных показателей как обеспечивающее гарантированный положительный результат.

Всегда ли, однако, пренебрежение оценкой влияния отмеченных выше денежных потоков (заштрихованная область на рис. 1.4) на эффективность инвестирования оправдано? Не приведет ли отказ от учета реально обусловленных проектом результатов к отказу от эффективных инвестиционных решений?

Такой риск действительно существует, поэтому следует обратить внимание на необходимость стоимостной оценки имущественного комплекса, полученного в результате осуществления инвестиционного проекта, в конце расчетного периода принятой продолжительности и коррекции на этой основе денежных потоков (имущество может быть, например, продано в момент времени $t = T_p$, что приведет к получению фирмой дополнительных доходов).

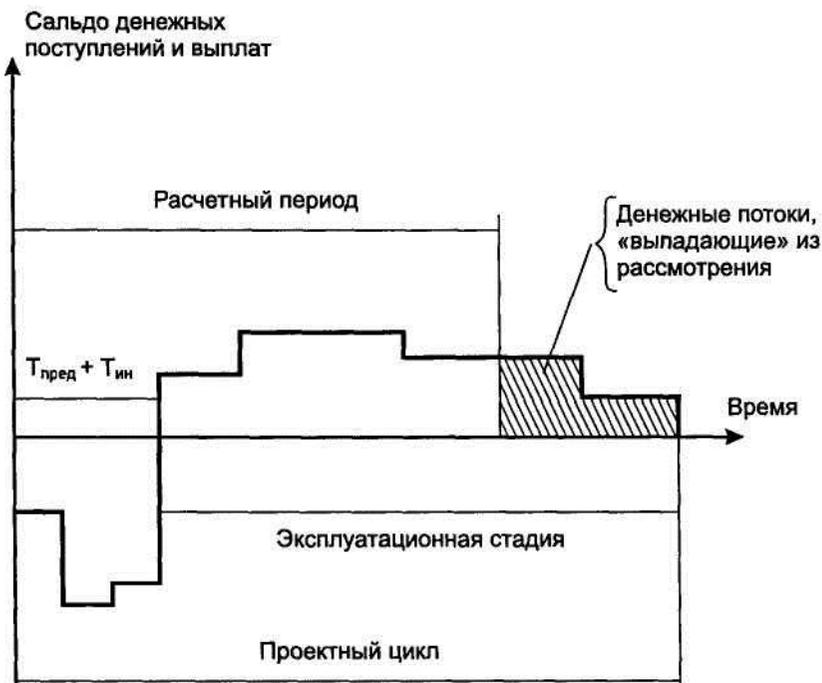


Рисунок 1.4 - Иллюстрация тезиса об исключении из рассмотрения части денежных потоков по проекту в случае, если продолжительность расчетного периода меньше продолжительности проектного цикла

Однако первопричиной сокращения продолжительности расчетного периода по сравнению с полным проектным циклом является низкая достоверность определения отложенных во времени денежных потоков. Применительно к стоимостной оценке имущества проблема еще более осложняется необходимостью как правильного выбора метода такой оценки (затратного, доходного или сравнительных аналогий), так и введения поправок, учитывающих вероятность снижения ликвидности объекта с течением времени вследствие его морального износа. В принципе умеренно пессимистическим вариантом оценки имущественного комплекса на момент завершения расчетного периода может стать его оценка по остаточной стоимости и ее учет в составе ожидаемых денежных поступлений (т.е. предполагается, что по остаточной стоимости в конце расчетного периода объект будет продан).

Учет фактора времени.

Один из важнейших принципов оценки эффективности инвестиций

состоит в необходимости учета фактора времени при сопоставлении разновременных денежных поступлений и выплат. Значимость времени тонко подметил французский император Наполеон I, говоривший своим подчиненным, что они могут попросить его о чем угодно, кроме времени.

Содержательная интерпретация учета фактора времени предполагает введение такого понятия, как «дисконтирование».

Дисконтирование — метод приведения к одному моменту времени разновременных денежных поступлений и выплат, генерируемых рассматриваемым проектом в течение расчетного периода.

Технически приведение денежных потоков, имеющих место на t -м интервале расчетного периода, к базисному (начальному) моменту времени выполняется путем их умножения на соответствующий коэффициент дисконтирования α_t , определяемый по одной из следующих формул:

для постоянной нормы дисконтирования ($E_t = E = \text{const}$)

$$\alpha_t = \frac{1}{(1 + E)^t}; \quad (1.3)$$

для переменной нормы дисконтирования ($E_t \rightarrow \text{var}$)

$$\alpha_t = \frac{1}{(1 + E_1) \times (1 + E_2) \times \dots \times (1 + E_t)}. \quad (1.4)$$

Момент приведения необязательно совпадает с моментом начала реализации проекта. Подход, связанный с использованием начала реализации проекта в качестве базы для такого приведения, является наиболее распространенным и используется в настоящем пособии как основной.

Норма дисконтирования — минимально допустимая для инвестора величина дохода в расчете на единицу капитала, вложенного в реализацию проекта.

Экономическое содержание нормы дисконтирования (синонимы — норма дисконта, норма эффективности, барьерная ставка) состоит в том, что она отражает минимально допустимую для инвестора величину дохода в расчете на единицу авансированного капитала. Инвестор, по сути дела, исходит из допущения о том, что у него всегда найдутся альтернативные проекту возможности вложения временно свободных денежных средств с доходностью, равной норме дисконтирования.

Использование дисконтирования дает возможность привести разновременные затраты и результаты, осуществляемые и получаемые в ходе реализации проекта, к сопоставимому виду. Необходимость такого приведения основана на констатации того очевидного факта, что ценность эквивалентных денежных средств, получаемых в различные моменты

времени, неодинакова.

Опыт практических расчетов свидетельствует о наличии тесной зависимости результатов оценки эффективности инвестирования и принимаемых хозяйственных решений от расчетной величины нормы дисконтирования (обозначаемой в дальнейшем — E). Причем, несмотря на то что проблема выбора величины нормы дисконта при оценке эффективности конкретных инвестиционных проектов относится к числу наиболее принципиальных, даже достаточно большое количество исследований не внесло полной ясности в методику ее определения.

Учет влияния инфляции.

Как известно, под инфляцией понимается рост общего уровня цен. Именно поэтому американский экономист М. Фридмен утверждал, что инфляция — единственная форма наказания без законного основания. В последнее время (начиная с 1999 г.) в российской экономике сформировалась весьма благоприятная тенденция снижения инфляции. Особенно наглядно это видно из анализа динамики потребительских цен, темпы роста которых, по данным Федеральной службы государственной статистики, ежегодно падали с 84,4% в 1998 г. до 20,2% в 2000 г. и 10,7% в 2005 г. Тем не менее уровень инфляции еще остается достаточно высоким и психологически важный рубеж 10% в год еще ни разу не покорился монетарным властям. Для того чтобы лучше представлять воздействие инфляции на инвестиционную деятельность, рассмотрим классификацию видов инфляции, приведенную в табл. 1.4.

Характерно, что современная российская инфляция имеет двойственную природу. С одной стороны, она обусловлена ростом потребительских расходов, связанных с ростом реальных доходов населения и его относительно низкой склонностью к сбережению. С другой стороны, фактором, препятствующим снижению инфляции, является наличие критической массы неконкурентоспособных предприятий с крайне изношенными основными фондами и, как следствие, высокой себестоимостью производства товаров. Нельзя сбрасывать со счетов и инфляцию издержек, вызванную низкой эффективностью проводимых структурных реформ в жилищно-коммунальном хозяйстве и электроэнергетике, недостаточным вниманием к разработке и практическому применению инновационных технологий добычи и глубокой переработки первичного сырья, реализации программ ресурсосбережения.

Таблица 1.4 - Укрупненная классификация видов инфляции

Классификационный признак	Виды инфляции	Характеристика инфляции
Причины появления	Инфляция спроса (монетарная инфляция)	Увеличение денежной массы сверх потребностей обслуживания товарооборота; увеличение скорости оборота денег; несбалансированность доходов и расходов бюджета
	Инфляция издержек	Увеличение расходов на добычу первичного сырья; монополизация товарных рынков; наличие глубоких структурных диспропорций
Форма проявления	Открытая	Опережающий рост цен по сравнению с ростом доходов; сокращение товарной массы при неизменном количестве денег
	Скрытая	Наличие товарного дефицита; кризис неплатежей и переход к расчетам по бартеру

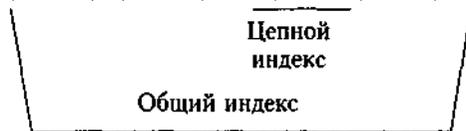
Таким образом, влияние инвестиционной деятельности и инфляции является взаимным. С одной стороны, эффективное инвестирование способствует созданию предпосылок для снижения инфляции издержек, а с другой — снижение инфляции увеличивает склонность к сбережению, содействует снижению стоимости капитала, расширяет горизонт планирования инвесторов.

В наиболее общем виде решение проблемы учета влияния инфляции на эффективность инвестиций связано с анализом и прогнозированием следующих процессов:

- динамики соотношения внутренней инфляции и обменного курса рубля;
- изменения среднего уровня потребительских цен;
- динамики цен на производимую продукцию на внутреннем и мировом рынках;
- динамики процентных ставок на финансовом рынке;
- изменения цен на основные фонды, используемое сырье и комплектующие, организацию сбыта, расходов на оплату труда.

Учет инфляции для корректировки стоимостной оценки денежных поступлений и выплат осуществляется при помощи специальных коэффициентов, определяемых по формуле:

$$H_t = (1 + i_1) (1 + i_2), \dots, (1 + i_m), \dots, (1 + i_t), \quad (1.5)$$



где $i_1, i_2, i_m > 0, i_t$ — индекс инфляционной корректировки цены на рассматриваемый вид денежных поступлений и выплат соответственно на первом, втором, m -м и t -м шагах расчета.

Акцент на инфляционную корректировку цен конкретных составных частей потока реальных денег (а не на использование средних темпов инфляции) в расшифровке условных обозначений к формуле (1.5) неслучаен. Особенность инфляционных процессов в российской экономике состоит в их неравномерности (например, с 1992 по 1998 г. темпы роста цен на топливно-энергетические ресурсы устойчиво опережали средние темпы роста цен). Это может найти свое отражение в том, что при определении прогнозных стоимостных оценок отдельных составляющих текущих затрат (материальных затрат, амортизации применяемой техники, оплаты труда) необходимо будет воспользоваться разными индексами инфляционной корректировки. Ориентация на средние и одинаковые для всех составляющих затрат индексы прогнозных цен нивелирует объективно существующие различия между ними и снизит качество выполняемого обоснования эффективности реализации проекта. В случае диверсификации производства изложенное в полной мере относится и к получаемым результатам.

При обосновании эффективности реализации инвестиционных проектов возможно моделирование денежных потоков в текущих (базисных), прогнозных (при помощи коэффициентов инфляционной корректировки, рассчитываемых по формуле (1.5)) и дефлированных ценах. Применение текущих цен целесообразно тогда, когда более или менее достоверный прогноз ценовой динамики заведомо недостоверен. То есть включение прогнозных ценовых характеристик в расчеты эффективности не только не добавляет надежности получаемым результатам, но и вносит в них дополнительную неопределенность.

Вместе с тем, если ожидаемые темпы инфляции отличны от нуля, использование базисных цен для определения объемов требуемых инвестиций невозможно. Нарушение этого очевидного положения неминуемо приведет к тому, что инвестиции по проекту окажутся заниженными, а сам проект не сможет быть реализован. Поэтому оценка потребности в финансировании является естественной областью применения прогнозных цен. Что же касается дефлированных цен, то при наличии

принципиальной возможности достоверного определения общего базисного индекса инфляции именно эти цены целесообразно использовать при определении ключевых оценочных показателей инвестирования.

Дефлирование — метод приведения прогнозных цен к уровню цен фиксированного момента времени путем их деления на общий базисный индекс инфляции¹.

Для практических целей в «Методических рекомендациях» предложено классифицировать влияние инфляции на денежные потоки следующим образом:

- влияние на ценовые показатели (зависит от неоднородности инфляции и от внутренней инфляции иностранной валюты);
- влияние на потребность в финансировании (зависит от неравномерности инфляции и требует своего учета путем включения в договоры займа целевой оговорки, отражающей изменение процентных ставок в зависимости от динамики инфляционных процессов);
- влияние на потребность в оборотном капитале (зависит и от однородности инфляции, и от ее уровня. Если эффективность проекта под влиянием роста инфляции увеличивается, то в качестве расчетного принимается ее минимальный уровень, и наоборот, если эффективность уменьшается — максимальный прогнозный уровень инфляции).

Следует обратить внимание на одно часто встречающееся заблуждение, связанное с отождествлением экономического содержания учета инфляции и фактора времени. Его причиной является поверхностная трактовка тезиса об обесценивании будущих денежных доходов. Действительно, в случае инфляции равновеликие денежные доходы, получаемые в разные моменты времени, имеют разную покупательную способность. Правильно и то, что ценность сегодняшних и будущих равных по абсолютной величине поступлений неодинакова. Но из этого никак не следует, что проблема учета фактора времени исчерпывается учетом инфляции. Дело в том, что и при нулевой инфляции необходимо приведение разновременных денежных поступлений и выплат к одному моменту времени путем дисконтирования (просто ставка дисконтирования в этом случае будет ниже). Именно поэтому учет фактора времени и учет инфляции рассмотрены нами как два самостоятельных принципа оценки эффективности инвестиционных проектов.

¹ В отличие от общего индекса инфляции по конкретному виду денежных поступлений или выплат, рассчитываемого при помощи формулы (1.5), общий базисный индекс инфляции определяется по набору товаров и услуг. Наиболее распространенным методом является использование дефлятора валового внутреннего продукта.

Сопоставимость условий сравнения различных проектов (вариантов проекта). Проблема обеспечения сопоставимости условий сравнения

различных проектов или вариантов реализации конкретного проекта имеет выраженную специфику своего решения в зависимости от особенностей самого проекта и типа инвестора.

Например, частный инвестор, рассматривающий возможности размещения собственных сбережений, прежде всего будет обращать внимание на сопоставимость вариантов по времени получения и размеру дохода, уровню инвестиционных рисков и т.д. Вне плоскости «доходность-риск» для него не имеет принципиального значения цель конкретного проекта, отрасль и регион, в которых он реализуется.

Совершенно иная ситуация с обеспечением сопоставимости вариантов инвестирования возникает при осуществлении проектов, направленных, например, на предупреждение и снижение рисков возникновения чрезвычайных ситуаций природного и техногенного характера. Естественно, что в этом случае множество рассматриваемых вариантов жестко ограничено теми, которые «работают» на достижение поставленной цели. Следовательно, и одна из особенностей таких проектов заключается в том, что требованиям сопоставимости будет отвечать относительно небольшое число вариантов инвестирования.

Естественно, что при сравнении вариантов инвестирования необходимо обеспечить сопоставимость проектов по продолжительности расчетного периода, ценам, принятым для определения денежных поступлений и выплат, корзине используемых в расчетах валют и т.д. То есть принцип сопоставимости распространяется не только на варианты реализации проекта, но и на исходную информацию, используемую для расчета эффективности инвестиций по конкретному варианту.

Учет только будущих денежных поступлений и выплат.

В учебном пособии рассматриваемый принцип получил емкое название «принцип неуправляемости прошлого». Его суть заключается в том, что при определении показателей эффективности инвестирования следует учитывать лишь те поступления и выплаты, которые еще только предстоит осуществить при реализации проекта. Это не значит, что ранее созданные активы следует полностью исключить из рассмотрения, как не оказывающие никакого влияния на эффективность инвестирования. Важно лишь избежать напрашивающейся, но принципиально неверной процедуры учета любых ранее созданных активов (не только основных, но и оборотных фондов, а также нематериальных активов) по произведенным в прошлом расходам на их создание, пусть даже и за вычетом накопленного износа.

Неверно также, что такие активы достаются бесплатно, поскольку каждый из них имеет альтернативный вариант (варианты) использования. Именно с поиском наилучшего варианта использования ранее созданных активов (или их альтернативной стоимостью, отражающей максимальное

значение упущенной выгоды) и связан правильный метод их учета при оценке эффективности инвестиционных проектов. Например, в уже имеющемся здании организуется цех по производству печатной продукции. В этом случае при планировании денежных поступлений и выплат отражаются не ранее произведенные расходы на строительство здания с учетом его износа, а размер упущенной выгоды, связанный с неполучением доходов от возможной сдачи здания в аренду или его продажей стороннему инвестору. Причем для объективной оценки альтернативной стоимости необходимо определить не любой, а максимальный размер упущенной выгоды от использования ранее созданных активов.

Может иметь место и принципиально иной случай, при котором создание нового производства требует предварительного полного демонтажа ранее действовавшего и расчистки строительной площадки. Тогда соответствующие расходы будут отражены в составе денежных выплат по проекту, осуществляемых на инвестиционной стадии его реализации.

Часто встречается ситуация, при которой ранее произведенные затраты являются невозвратными в том смысле, что не дают возможности получения альтернативных (т.е. получаемых вне данного проекта) доходов в перспективе. Такие затраты в составе денежных потоков по проекту учитываться не должны и соответственно на показатели эффективности инвестирования повлиять не могут.

В частности, если государство за счет бюджетных средств профинансировало геолого-разведочные работы, показавшие наличие месторождения полезных ископаемых, то при оценке эффективности ИП по разработке данного месторождения эти расходы (прошлые с точки зрения планирования денежных потоков по проекту) не должны учитываться в составе поступлений и выплат. Это, однако, не означает, что бюджетные расходы по разведке месторождения явились своеобразным «подарком» будущему инвестору. Их окупаемость определяется многими факторами, в числе которых особо отметим получение лицензионного сбора за право разработки месторождения и учет расходов на геолого-разведочные работы при определении доли государства в уставном капитале акционерного общества, создаваемого для разработки месторождения (с последующим получением дивидендов от использования государственной собственности). Все отмеченные виды поступлений (для государства) и выплат (для инвестора) найдут свое отражение при определении ключевых оценочных показателей эффективности инвестирования. Таким образом, при обосновании эффективности ИП необходимо учитывать только будущие денежные поступления и выплаты, генерируемые самим проектом. Что же касается ранее созданных активов, то они учитываются по альтернативной стоимости (или максимальной величине упущенной выгоды) их использования.

Учет последствий отказа от осуществления проекта. Если суть инвестиционного проекта заключается в создании нового бизнеса «в чистом поле», то задача прогнозирования денежных потоков несколько упрощается, поскольку отсутствует необходимость учета денежных поступлений и выплат, имевших место до начала его реализации (для рассматриваемых проектов они равны нулю). Но при обосновании эффективности реконструкции или технического перевооружения действующих предприятий задача осложняется, так как при определении соответствующих оценочных показателей необходимо оперировать природными денежными потоками, отражающими результаты их сопоставления в сценариях «с проектом» и «без проекта».

Здесь необходимо обратить внимание на следующее важное обстоятельство. Зачастую при проведении конкретных расчетов денежные поступления и выплаты по проекту сравниваются с их уровнем, достигнутым на момент начала реализации проекта (т.е. сценарий «без проекта» подменяется сценарием «до проекта»). Такой подход основан на заблуждении об отсутствии объективных предпосылок для снижения достигнутых показателей прибыли и рентабельности хозяйственной деятельности даже в случае отказа от инвестирования.

Вследствие самых разных причин, наиболее очевидными из которых являются увеличение физического и морального износа используемых основных фондов, возможность механического переноса в будущее (экстраполяции) достигнутых показателей эффективности хозяйствования является не более чем иллюзией, за которую в дальнейшем придется расплачиваться снижением конкурентоспособности бизнеса или даже банкротством. Именно в этом и заключается суть рассматриваемого принципа оценки эффективности инвестиционных проектов, графическая интерпретация которого представлена на рисунке 1.5.

Содержательная интерпретация рисунка 1.5 заключается в том, что простая «продолгация» на весь расчетный период сальдо потока реальных денег в сценарии «до проекта» не учитывает вероятность роста расходов на ремонтные работы и даже поломок оборудования из-за физического износа в случае затягивания сроков его обновления. Важно также и то, что затягивание с обновлением производства может привести к потере доли рынка из-за появления сильных конкурентов, способных предложить потребителю более привлекательный товар по соотношению «цена/качество». По сути дела, эффект ИП складывается из суммы прироста сальдо потока реальных денег в сценарии «с проектом» по сравнению со сценарием «до проекта» и предотвращенного ущерба, возникающего в случае отказа от инвестиций.

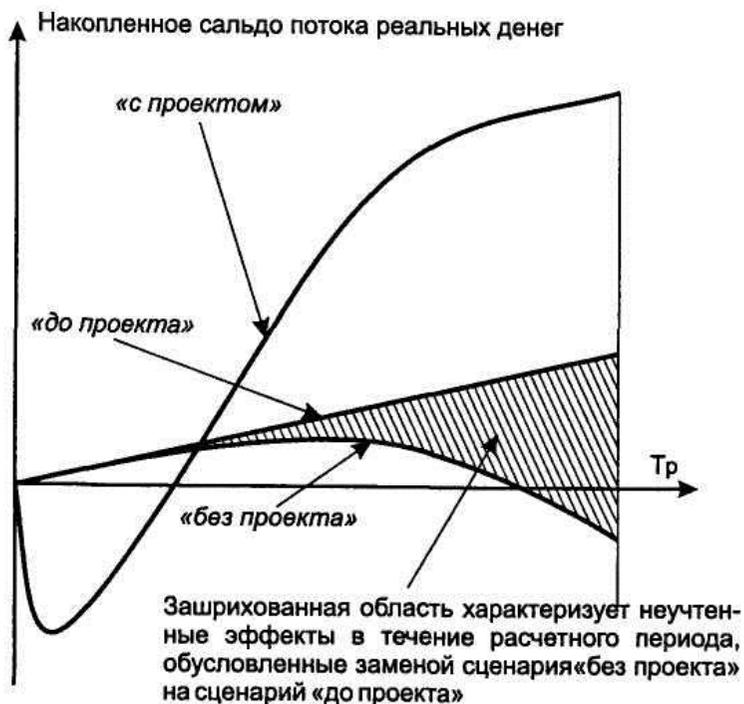


Рисунок 1.5 - Иллюстрация экономического содержания принципа необходимости учета последствий отказа от осуществления проекта

Причем пример с отсутствием учета последствий влияния износа на динамику денежных потоков в сценарии «до проекта» является далеко не единственной иллюстрацией рассматриваемого принципа. В практике инвестиционного консалтинга автора настоящего учебника был весьма показательный случай, когда только всесторонний учет ущербов отказа от инвестирования позволил обосновать целесообразность реализации инвестиционной программы реконструкции и технического перевооружения одной из угольных шахт.

Одним из критически значимых элементов этой программы являлась необходимость строительства нового вентиляционного ствола, поскольку угольные пласты в непосредственной близости от старого вентиляционного ствола были практически полностью выработаны. Отказ от строительства нового вентиляционного ствола стал бы непреодолимым препятствием для вовлечения в хозяйственный оборот новых угольных пластов и неизбежно привел к существенному снижению добычи (по прогнозу — не менее чем в 2,5 раза в течение 10 лет) и последующему закрытию шахты.

Показательно, что сам по себе ввод нового вентиляционного ствола без модернизации горно-шахтного оборудования и внутришахтного транспорта позволил бы лишь сохранить уровень добычи на достигнутом уровне, т.е. прирост эффекта в сценарии «с проектом» по сравнению со сценарием «до проекта» оказался практически нулевым. Однако рассматриваемый проект был высокоэффективным, поскольку обеспечивал предотвращение значительного ущерба, связанного с затратами на закрытие шахты, переселение, переобучение и трудоустройство ее работников. Но сама возможность выявления этого ущерба, его адекватной количественной оценки связана исключительно с детальным рассмотрением сценария «без проекта» или, что то же самое, варианта отказа строительства нового вентиляционного ствола (отказа от инвестирования).

Учет всех наиболее существенных последствий проекта в смежных сферах экономики, включая социальную и экологическую.

При определении эффективности ИП должны учитываться все последствия его реализации, как непосредственно экономические, так и внеэкономические (внешние эффекты, общественные блага). Для раскрытия экономического содержания этих категорий воспользуемся определениями, приведенными в «Методических рекомендациях».

Внешние эффекты — экономические и внеэкономические последствия, возникающие во внешней среде при производстве товаров и услуг, но не отраженные в их рыночных ценах.

Общественные блага — те виды благ, потребление которых одним субъектом не препятствует их потреблению другими (чистый атмосферный воздух, научные знания и т.д.).

Например, значительная часть отрицательных внешних эффектов самым непосредственным образом связана с угрозой возникновения чрезвычайных ситуаций. Так, загрязнение атмосферного воздуха выбросами металлургических производств ряда городов Урала (самый показательный пример — Нижний Тагил) уже привело к значительному сокращению продолжительности жизни горожан и росту детской смертности. Соответственно все инвестиционные программы модернизации металлургических мероприятий разрабатываются с учетом необходимости решения имеющих место экологических проблем.

Примеры внешних эффектов могут быть и положительными. К ним, в частности, относится рост прибыли автотранспортных предприятий, обусловленный инвестициями в реконструкцию дорожной сети, который должен найти свое отражение в расчетах коммерческой и бюджетной эффективности соответствующего проекта. Следует отметить, что принцип учета сопутствующих позитивных результатов и негативных последствий в смежных сферах экономики при обосновании эффективности инвестиций

может рассматриваться как естественное следствие системного подхода к решению проблемы оценки эффективности ИП. Дело в том, что пренебрежение внешними эффектами может привести к неверным выводам о целесообразности инвестирования и потенциально опасный с экологической точки зрения проект будет профинансирован.

Обращает на себя внимание и то обстоятельство, что не любые последствия ИП могут быть выражены в денежной форме. В тех случаях, когда сделать это не представляется возможным (в частности, при учете общественных благ), целесообразно обратиться к экспертным оценкам.

Учет наличия разных участников проекта, несовпадения их интересов и различных оценок стоимости капитала, выражающихся в индивидуальных значениях нормы дисконта.

Противоречивость интересов участников проекта достаточно очевидна. Предприятие хотело бы получить инвестиционные ресурсы с минимальными обязательствами перед инвестором, а также по возможности и определенные преференции со стороны государства. Инвестор хотел бы минимизировать свои риски и получить доход не ниже запланированного уровня (не ниже ставки дисконтирования). Государство заинтересовано в максимизации налоговых поступлений и при прочих равных условиях не склонно рассматривать варианты финансовой поддержки реализации проекта.

Объективны и различные оценки стоимости капитала, используемые участниками проекта. В соответствии с золотым правилом инвестирования эти оценки, выражаемые величиной ставки дисконтирования, будут тем выше, чем выше инвестиционные риски конкретного участника.

Между тем экономической теорией и практикой хозяйственной жизни общества накоплен богатый опыт согласования многосторонних, зачастую противоречивых интересов. Достаточно привести пример успешной работы в странах с развитой рыночной экономикой так называемых трехсторонних комиссий, включающих представителей государства, работодателей и наемных работников. Эти комиссии приходят к взаимоприемлемому компромиссу по вопросам продолжительности рабочего дня, минимального уровня заработной платы, социальной защиты наемных работников и т.д. Аналогичный подход к достижению стратегически значимого компромисса возможен и путем согласования интересов государства, внешних инвесторов и предприятий — получателей инвестиций при выработке условий финансирования эффективных инвестиционных проектов на основе анализа подготовленных в соответствии с современными требованиями бизнес-планов.

Например, при осуществлении социально значимых проектов, ожидаемая эффективность которых ниже среднерыночного уровня,

привлечение инвесторов из негосударственного сектора экономики потребует дополнительного стимулирования со стороны государства. В качестве мер такого стимулирования могут использоваться предоставление государственных гарантий частным инвесторам, организация смешанного государственно-коммерческого финансирования на основе процедуры выравнивания доходности участников проекта, предоставление амортизационных, налоговых и кредитных льгот. Улучшение условий предоставления банковских кредитов предприятиям может быть достигнуто в случае, если предприятие переведет в банк часть своих оборотов, станет потребителем банковских продуктов, непосредственно не связанных с конкретным проектом и т.д. То есть при желании стороны всегда могут попытаться найти взаимоприемлемое решение.

Адекватное информационное обеспечение расчетов показателей эффективности инвестиционных проектов и учет неопределенности информации. Состав используемой исходной информации, необходимой для оценки эффективности реализации ИП, в достаточной степени стандартизирован и изложен в «Методических рекомендациях» подробно. Ее необходимый объем находится в прямой зависимости от стадии проектирования, на которой производится оценка эффективности. При этом такие сведения, как цель проекта; характер производства, общие сведения о применяемой технологии и номенклатуре производимой продукции; условия начала и завершения реализации проекта; продолжительность расчетного периода; общая характеристика инфляционных процессов, динамики изменения национальной валюты, а также данные о системе налогообложения, приводятся на всех стадиях его реализации.

Одним из важнейших информационных разделов проекта являются общие сведения о проекте в целом и его участниках. К обязательным общим сведениям о проекте относятся данные о характере проектируемого производства, ассортименте производимой продукции, сведения о размещении производства, особенностях технологических процессов, характере потребляемых ресурсов, системе реализации продукции, являющейся результатом осуществления ИП.

При обосновании эффективности инвестиций для различных участников проекта¹ принципиальное значение имеет информация о составе этих участников и их функциях. Например, в проектах по предупреждению возникновения чрезвычайных ситуаций природного и техногенного характера такой их участник, как государство, может одновременно выполнять несколько разнородных функций, выступая одновременно в качестве инвестора проекта и покупателя продукции, являющейся его результатом. Последнее обстоятельство равносильно наличию гарантии сбыта и учитывается в расчетах через снижение инвестиционных рисков.

В качестве обязательной информации об участниках проекта, представляющих негосударственный сектор экономики, приводятся данные об их финансовом состоянии и производственном потенциале. Финансовое состояние отражается данными утвержденной в установленном порядке бухгалтерской отчетности, которые наряду со сведениями о кредитной истории предприятия анализируются другими участниками проекта на предмет возможности и целесообразности его совместной реализации с рассматриваемым партнером. Производственный потенциал характеризуется величиной производственной мощности, составом и уровнем износа имеющегося оборудования, наличием персонала необходимой квалификации. Естественно, что такая информация (как и любая другая) должна быть максимально достоверной. Если даже расчеты эффективности покажут, что по всем ключевым оценочным показателям проект эффективен, но при этом предприятие — инициатор проекта не обладает кадрами требуемой квалификации или имеющееся оборудование физически и морально устарело, то, несмотря на благоприятные экономические показатели, проект не может быть реализован. Обратим внимание, что в данном случае речь идет не о финансовой, а о технической реализуемости проекта.

Такими участниками из негосударственного сектора экономики могут быть предприятие, эксплуатирующее потенциально опасный объект и иницилирующее реализацию ИП, банк-кредитор, страховая компания и т.д.

Формы инвестирования проектов по предупреждению ЧС со стороны государства могут быть разными - предоставление льготного или даже беспроцентного кредита, безвозмездное бюджетное финансирование и т.д.

В соответствии с рассмотренными выше принципами, а для проектов, имеющих повышенную общественную значимость, — в особенности в качестве дополнительной информации необходимо прилагать сведения об эффектах в смежных областях. Например, внедрение малоотходных технологий производства продукции может привести к сокращению площадей, выделяемых для захоронения отходов, и их вовлечению в хозяйственный оборот с определенной доходностью.

Между тем даже неукоснительное следование правилам сбора и обработки стандартизированной информации, необходимой для реализации ИП, зачастую не может обеспечить ее исчерпывающую полноту и точность. Поэтому в инвестиционный анализ вводится понятие «неопределенность». Неопределенность — неполнота и неточность информации относительно динамики денежных поступлений и выплат в течение расчетного периода времени.

Земли, вовлеченные после рекультивации в хозяйственный оборот, могут быть, в частности, сданы в аренду, принося собственнику до-

полнительный доход.

Из общей теории систем известно, что для количественной характеристики неопределенности используется понятие «энтропия».

Энтропия — количественная мера неопределенности характеристики или совокупности характеристик системы.

Очевидно, что чем менее полной и менее точной является информация об условиях реализации проекта, тем выше характеризующая эту неопределенность энтропия и тем сложнее принимать эффективные инвестиционные решения. Между тем не всякая попытка увеличения объемов располагаемой информации является рациональной. Часто дополнительные затраты на сбор информации увеличиваются по экспоненте, а ее реальный вклад в повышение качества принимаемых решений не всегда соответствует этим затратам. Американский ученый Дж. Нейзбитт совершенно справедливо отмечал, что мы тонем в информации и задыхаемся от нехватки знаний.

При необходимости принятия тех или иных допущений о динамике изменения денежных потоков, обусловленных осуществлением проекта, в условиях неопределенности более корректно следовать умеренно пессимистическому сценарию динамики изменения денежных поступлений и выплат (естественно, с учетом вероятностных оценок и простого здравого смысла). В противном случае (т.е. при чрезмерной ориентации на благоприятную динамику результатов и затрат в течение расчетного периода) у независимого эксперта всегда найдутся основания для отрицательного заключения о целесообразности финансирования проекта. Другой возможный вариант учета неопределенности информации заключается в корректировке инвестиционных рисков.

Учет влияния рисков, сопровождающих реализацию проекта.

Понятие «риск» остается в экономической науке одним из наиболее дискуссионных. В частности, инвестиционному аналитику крайне сложно опереться на известное определение риска, данное СИ. Ожеговым в его словаре русского языка: «Риск — действие наудачу в расчете на счастливый исход». Из этого определения следует, что риск обязательно связан с какой-либо деятельностью. Однако отказ от инвестирования может привести к деградации производственного потенциала, снижению конкурентоспособности фирмы и существенным финансовым потерям ее акционеров. То есть ничего не делать тоже весьма рискованно.

Следует обратить внимание, что наиболее существенной с точки зрения раскрытия экономического содержания понятия «инвестиционный риск» является поляризация точек зрения различных экономистов, дающих противоположные ответы на следующий принципиальный вопрос: «Правомерно ли связывать риск только с возможными потерями в процессе

инвестиционной деятельности или неотъемлемой составной частью риска является также и получение дополнительного дохода, превышающего некоторый запланированный заранее уровень?»

Трактовка риска как средней величины потерь, которые могут иметь место вследствие принятого решения, является весьма распространенной и берет свое начало в работах представителей классической экономической теории (Дж. Милль, Н.У. Сениор). В то же время А. Дамодаран считает необходимым учитывать двойственную природу риска. По его определению, «риск — вероятность того, что доход от инвестирования будет отличаться от ожидаемого»¹. Принципиальным в этом определении является включение в понятие «риск» не только негативных (при их осуществлении доход ниже ожидаемого), но и позитивных (доход выше ожидаемого) сценариев. Этот подход является доминирующим в среде инвесторов, осуществляющих финансовые инвестиции. Первый из отмеченных выше сценариев, как правило, называется «риском снижения», а второй — «риском повышения».

Но действительно ли является риском получение дополнительного дохода, превышающего некоторый запланированный предпринимателем уровень? Здесь представляются уместными некоторые исторические аналогии. Начиная с 2000 г. вследствие исключительно благоприятной конъюнктуры мировых рынков российские нефтяные компании получают беспрецедентно высокую прибыль. Как оценить этот факт в терминах теории риска? Имеются ли основания полагать, что рост мировых цен на энергоносители является для нефтяных компаний ЛУКОЙЛ, ТНК или «Сургутнефтегаз» фактором риска?

Видимо, логичнее говорить о том, что в данном случае нефтяные компании при планировании своей деятельности просчитывают вероятность оптимистического сценария динамики цен и не видят в таком сценарии никакого риска (рост цен для них — скорее не риск, а «большая удача»). Но пессимистический сценарий снижения мировых цен, несомненно, связан для нефтяных компаний с необходимостью учета возникающих при этом рисков.

Или другой пример. Вследствие разорения конкурента компания увеличивает свою долю на рынке и получает за счет этого значительный дополнительный доход. Представляется, сама постановка вопроса о наличии риска банкротства конкурента иррациональна. Так же, как и в предыдущем примере, речь идет о «большой удаче» получателя непредвиденного дохода. Из перечисленных примеров следует, что негативная смысловая нагрузка (опасность, угроза, неблагоприятное стечение обстоятельств, и т.д.) более свойственна понятию «риск».

С учетом изложенного в дальнейшем будем использовать приведенное ниже определение.

Инвестиционный риск — возможность финансовых потерь

участников инвестиционного проекта в процессе его реализации.

Определение инвестиционного риска как возможности финансовых потерь участников инвестиционного проекта в процессе его реализации в полной мере соответствует так называемому золотому правилу инвестирования. Действительно, поскольку по золотому правилу более высокому риску должна соответствовать и более высокая доходность • инвестиций, можно утверждать, что управление рисками построено на компенсационном принципе. Его суть заключается в том, что инвестор вправе потребовать для себя тем большую компенсацию в виде более высокой доходности, чем более рискованными покажутся ему осуществляемые вложения капитала.

Консервативный инвестор, склонный минимизировать свои риски, еще на стадии планирования внутренне соглашается на доходность, не превышающую среднерыночный уровень. Агрессивный инвестор, не чуждый рискованных вариантов инвестирования, наоборот, рассчитывает получить определенную премию за свой риск в виде дополнительной доходности. Но в контексте рассматриваемого определения принципиально важно то, что он заранее планирует получить доходность от инвестиций выше средней (или даже значительно выше). Что же касается рисков, то и для консервативного, и для агрессивного инвесторов они сводятся к угрозам снижения запланированной ими доходности.

То есть, и это очень важно, в реальной действительности инвестор концентрирует свое внимание на недопущении негативного сценария, при котором он будет рисковать неоправданно. Никакой, даже самый агрессивный инвестор не будет закладывать возможность получения доходов выше ожидаемого уровня в расчёты по обоснованию эффективности инвестирования, потому что в этом случае нарисованные им «воздушные замки» могут стать прямой дорогой к будущему банкротству.

Стандартные методы управления рисками — создание резервных фондов, страхование, диверсификация вложений — направлены на минимизацию вероятности возникновения негативного сценария реализации принятых инвестиционных решений. Естественно, что в большей или меньшей степени подобная вероятность имеет место при осуществлении практически любого ИП.

Учет влияния на эффективность ИП потребности в оборотном капитале.

Оборотный капитал представляет собой разность между оборотными активами и пассивами. Его прирост может быть и положительным, и отрицательным. Если, например, по мере реализации проекта предусматривается увеличение объемов производства, то это потребует и увеличения оборотного капитала. Автоматизация работы

приобъектного склада, оптимизация материально-технического снабжения, внедрение материалосберегающих технологий могут способствовать снижению потребности в оборотном капитале. Его прирост, как правило, равен нулю при неизменном объеме продаж и издержках производства.

Поэтому учет расходов на формирование оборотного капитала должен выполняться практически для любого проекта. На увеличении размеров необходимого оборотного капитала сказываются такие факторы, как необходимость увеличения складских запасов, замедление оборачиваемости дебиторской задолженности, необходимость формирования резервов для выплаты заработной платы и т.д. Напротив, наличие кредиторской задолженности, сроки погашения которой не наступают на рассматриваемом шаге расчета, снижает потребность в оборотном капитале. В целом она рассчитывается как разность между оборотными активами и оборотными пассивами при помощи рекомендованной в «Методических рекомендациях» группы формул.

Оборотные активы по статьям:

$$A_1 = (ЗМ : t) \times (s + 0,5 \times q); \quad (1.6)$$

$$A_2 = З_{пр} \times t_{пр}; \quad (1.7)$$

$$A_3 = 0,5 \times B_0 \times t_{опг}; \quad (1.8)$$

$$A_4 = B \times t_{пл}; \quad (1.9)$$

$$A_5 = Y_{CT} \times h_{CT} \times t_{CT}; \quad (1.10)$$

$$A_6 = З_{пс} \times t_{пс3}; \quad (1.11)$$

Оборотные пассивы по статьям:

$$\Pi_1 = ЗМ_{пр} \times t_{он}; \quad (1.12)$$

$$\Pi_2 = B_{пр} \times h_{пред} \times t_{пред}; \quad (1.13)$$

$$\Pi_3 = (ЗП \times 15) : (k \times t); \quad (1.14)$$

$$\Pi_4 = 0,5 \times \text{£} \text{ВН}_1 \times t_{ВН1}; \quad (1.15)$$

$$O_t = (A_1 + A_2 + A_3 + A_4 + A_5 + A_6)_t - (\Pi_1 + \Pi_2 + \Pi_3 + \Pi_4)_t; \quad (1.16)$$

$$AO_t = O_t - O_{t-1} \quad (1.17)$$

где $A_1, A_2, A_3, A_4, A_5, A_6$ — соответственно денежная оценка необходимого запаса материалов, сырья, комплектующих; резерва расходов на незавершенное производство; запасов готовой продукции; дебиторской задолженности; авансов поставщикам за оказанные услуги; необходимого резерва денежных средств;

$\Pi_1, \Pi_2, \Pi_3, \Pi_4$ — соответственно денежная оценка кредиторской задолженности; предоплаты за продукцию предприятия; отсрочки по выплате заработной платы; отсрочки по расчетам с бюджетом и внебюджетными фондами;

$ЗМ, t, s, q$ — соответственно затраты на материалы определенного вида на рассматриваемом шаге; продолжительность шага в днях; величина страхового запаса в днях; периодичность поставок в днях;

$Z_{пр}, t_{пр}$ — сумма прямых затрат (прямые материальные затраты + затраты на оплату труда основного и вспомогательного персонала с начислениями) на рассматриваемом шаге; продолжительность производственного цикла в днях;

$V_0, V, t_{опт}, t_{пл}$ — соответственно выручка без НДС и с учетом НДС; периодичность отгрузки и задержки платежей в днях;

$U_{ст}, h_{ст}, t_{ст}$ — стоимость услуг сторонних организаций на шаге; доля и срок предоплаты в днях;

$Z_{пс}, t_{рез}$ — затраты на производство и сбыт, за исключением прямых материальных затрат; покрытие потребности в денежных средствах в днях;

$ZM_{пр}, t_{оп}$ — прямые материальные затраты и отсрочка платежей в днях;

$V_{пр}, h_{пред}, t_{пред}$ — соответственно выручка, остающаяся у предприятия на рассматриваемом шаге расчетов после выплаты НДС, акцизов и импортных сборов; доля и срок предоплаты за реализуемую продукцию в днях;

$ZП, k$ — зарплата за шаг расчетов и периодичность ее выплат;

$VН_i, t_{ВН_i}$ — величина i -го налога, уплачиваемого на рассматриваемом шаге расчета, и периодичность выплат этого налога в днях;

O_t, O_{t-1} — потребность в оборотном капитале на двух смежных шагах расчета.

Рассмотренные выше принципы оценки эффективности ИП находят свое непосредственное отражение в методиках определения соответствующих показателей [19].

2 Структура и стоимость капитала, привлекаемого для финансирования инвестиций из различных источников

2.1 Источники финансирования инвестиций

Любое предприятие, планирующее реализацию ИП, может рассчитывать на финансирование из трех возможных источников.

Собственные средства предприятий и организаций — амортизационные отчисления, нераспределенная прибыль фирмы и уставный капитал.

Заемные и привлеченные внебюджетные источники финансирования инвестиционной деятельности — кредиты коммерческих банков; средства, получаемые от эмиссии ценных бумаг; оборудование, получаемое по лизингу; средства, привлекаемые по концессионным соглашениям и соглашениям о разделе продукции и т.д.

Заемные и привлеченные бюджетные источники финансирования инвестиционной деятельности — ассигнования в рамках реализации государственных целевых программ; средства, выделяемые из бюджета институтам развития с государственным участием; инвестиционные налоговые кредиты и различные инвестиционные льготы.

Данные о динамике структуры финансирования инвестиций в течение 5 последних лет представлены в табл. 2.1.

Приведенная таблица свидетельствует о том, что собственные средства остаются наиболее значимым источником финансирования инвестиций в основной капитал. Но в условиях высокой потребности в модернизации действующих и создании новых конкурентоспособных производств ориентация на собственные инвестиционные ресурсы ограничивает возможности предприятий. Причем на фоне ожидаемого увеличения потребности в инвестиционных ресурсах это ограничение будет все более существенным. Характерно, что в развивающихся странах дефицит инвестиционных ресурсов, как правило, покрывается за счет привлеченных источников инвестирования (иностранного прежде всего), а доля собственных средств в структуре финансирования инвестиций в основной капитал не превышает 30%.

Доминирование собственных источников инвестирования означает, что либо предприятия не могут представить инвестору качественно проработанных бизнес-планов инвестиционных проектов, либо потенциальные инвесторы считают риски долгосрочных инвестиций в основной капитал чрезмерными и предпочитают альтернативные варианты вложения имеющихся у них средств [19].

Таблица 2.1 – Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования (в % к итогу)

	1995 г.	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Инвестиции в основной капитал — всего в % к итогу</i>	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:							
собственные	49,0	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	47,7
Из них:							
прибыль	20,9	23,4	24,0	19,1	17,8	19,2	22,4
амортизация	22,6	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	22,1
привлеченные	51,0	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	52,3
Из них:							
кредиты банков		2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	
В том числе кредиты		0,6	0,9	0,9	1,2	1,1	
заемные средства других организаций		7,2	4,9	6,5	6,8	7,3	
бюджетные	21,8	22,0	20,4	19,9	19,6	17,9	20,1
В том числе из:							
федерального	10,1	6,0	5,8	6,1	6,7	5,3	6,7
бюджетов субъектов Российской Федерации	10,3	14,3	12,5	12,2	12,1	11,6	12,4
средства	11,5	4,8	2,6	2,4	0,9	0,8	
прочие		15,6	18,3	20,3	21,1	20,7	
<i>Из общего объема инвестиций в основной капитал —</i>	1,5	4,7	4,5	4,9	3,9	5,9	

Если же обратиться к структуре привлеченных инвестиционных ресурсов, то можно убедиться в том, что доля негосударственного сектора экономики имеет невыраженную тенденцию к росту, а доля консолидированного бюджета медленно, но неуклонно снижается. Весьма показательным является увеличение роли банковских кредитов и заемных средств других организаций (ниже мы увидим, что к ним в первую очередь относится развитие финансового лизинга).

Применительно к бюджетным средствам за последние 10 лет практически вдвое снизилась доля федерального бюджета, а доля бюджетов субъектов Федерации не претерпела существенных изменений.

С точки зрения экономической логики тенденция уменьшения доли бюджетных инвестиций была бы оправдана в случае, если бы в стране существовала развитая и относительно новая производственная и социальная инфраструктура, функционирование которой в значительной степени является сферой ответственности государства. Учитывая, что в ближайшей перспективе создание новых и модернизация существующих инфраструктурных объектов потребуют достаточно больших инвестиций, можно предположить, что дальнейшее снижение доли консолидированного бюджета в общем объеме инвестиций в основной капитал будет приостановлено.

Ранжируя источники финансирования инвестиций в основной капитал в порядке убывания их значимости (см. табл. 2.1), их более подробное рассмотрение начнем с собственных средств предприятий и организаций, далее перейдем к инвестиционным ресурсам негосударственного сектора экономики и механизмам бюджетного финансирования инвестиционной деятельности.

Собственные источники инвестирования

Основными источниками финансирования инвестиций, имеющимися в распоряжении предприятия, являются амортизационные отчисления и прибыль. Собственностью предприятия является и уставный капитал (см. определение собственных средств), но он формируется за счет взносов учредителей. Если этот взнос осуществляет само предприятие, то его источником является все та же прибыль, а если речь идет о стороннем учредителе, то его взносы рассматриваются в дальнейшем как привлеченные источники инвестирования.

Амортизационные отчисления представляют собой средство компенсации износа основных фондов и обеспечения их простого воспроизводства.

Пусть вы приобрели автомобиль ВАЗ 21099 за 5 тыс. долл. США и планируете его продать через 5 лет за 1 тыс. долл. Тогда ежегодные амортизационные отчисления, необходимые для приобретения через 5 лет точно такого же автомобиля, составят 800 долл. в год $((5000 - 1000) : 5)$. Это и будет простое воспроизводство. Если вы захотите приобрести более комфортабельную модель автомобиля или купить два автомобиля для своей семьи (т.е. обеспечить расширенное воспроизводство), то

амортизационных отчислений окажется недостаточно и потребуются дополнительные вложения. В контексте изучения собственных источников инвестирования применительно к населению речь идет об использовании сбережений, а применительно к предприятиям — об использовании прибыли [19].

Амортизационные отчисления наряду с материальными затратами, заработной платой и начислениями на нее, предусмотренными законодательством прочими затратами списываются на расходы по производству и реализации продукции и не облагаются налогом на прибыль.

Их количественная оценка зависит от подходов к определению состава и стоимости амортизируемого имущества, методики отнесения этого имущества к той или иной амортизационной группе и установленного порядка расчета сумм амортизации. С вводом в действие гл. 25 Налогового кодекса РФ¹ порядок определения амортизационных отчислений, предусмотренный ст. 256-259, характеризуется следующими принципиальными особенностями:

1. Согласно ст. 258 (п. 1) амортизируемое имущество распределяется по амортизационным группам в соответствии со сроками его полезного использования. При этом срок такого использования устанавливается налогоплательщиком самостоятельно с учетом даты ввода имущества в эксплуатацию и классификации основных средств, определяемой Правительством РФ. Законом предусматривается объединение амортизируемого имущества в десять групп (основные средства со сроком полезного использования от 1 года до 2 лет включительно относятся к первой группе; свыше 30 лет — к десятой группе; соответственно основные средства со сроком полезного использования от 2 до 30 лет относятся к группам амортизируемого имущества со второй по девятую). Такой порядок, безусловно, удобен налогоплательщикам, так как существенно упрощает процесс идентификации амортизируемого имущества.

2. Предусматриваются два основных метода начисления амортизации — линейный и нелинейный (п. 1 ст. 259). При использовании линейного метода ежемесячная сумма амортизационных отчислений A_m рассчитывается как произведение нормы амортизации a_n и первоначальной стоимости объекта ПС.

$$A_m = a_n \times \text{ПС} / 100. \quad (2.1)$$

При этом норма амортизации a_n определяется по формуле

$$a_n = [1 / n] \times 100\%, \quad (2.2)$$

где n — срок полезного использования объекта амортизируемого

имущества, месяцы.

Для стимулирования инвестиционной активности предприятий и расширения ресурсной базы обновления основных фондов во многих странах мира широко применяется метод ускоренной амортизации. Его суть заключается в том, что начисление амортизации в первые годы эксплуатации производится повышенными нормами, это позволяет увеличить накопленный размер амортизационного фонда по сравнению с рассмотренным выше равномерным методом. В действующем Налоговом кодексе применение ускоренной амортизации ограничено нелинейным методом, суть которого заключается в расчете ежемесячной суммы амортизации как произведения нормы амортизации на остаточную стоимость амортизируемого имущества. Остаточная стоимость представляет собой разность между первоначальной стоимостью и суммой начисленной амортизации. При этом норма амортизации определяется по формуле

$$K = [2 / n] \times 100\%. \quad (2.3)$$

Следует отметить, что экономической теории известен значительно более широкий арсенал методов ускоренной амортизации, не исчерпывающийся применением рассмотренного выше нелинейного метода (табл. 2.2).

Нетрудно видеть, что наибольший размер амортизационного фонда предприятия соответствует применению ускоренной амортизации методом искусственного сокращения срока службы и далее в порядке убывания методом суммы чисел, уменьшающегося остатка и равномерного начисления. Помимо потенциального увеличения финансирования расходов по качественному обновлению основных фондов и повышению технико-технологического уровня производства, к достоинствам применения метода ускоренной амортизации относится и возможность компенсации более высоких затрат на проведение ремонтных работ в конце периода эксплуатации машин и оборудования пониженными амортизационными отчислениями. Вместе с тем естественным ограничителем ускорения амортизационного процесса является необходимость обеспечения безубыточной работы предприятия. При эластичном спросе по ценам на реализуемую предприятием продукцию у него отсутствует возможность адекватного роста амортизационных отчислений повышения цен. Поэтому предельное увеличение амортизации при использовании ускоренного метода ее начисления не может превысить размера балансовой прибыли. Общим недостатком метода уменьшающегося остатка, представляющего собой прототип предусмотренного законодательством нелинейного метода, является невозможность полного списания стоимости основных фондов.

Если не воспользоваться переходом к линейному методу начисления амортизации, то остаточная стоимость будет больше нуля и в момент окончания периода полезного использования основных средств ($98,7 < 120$, см. табл. 2.2). Поэтому данный метод может использоваться лишь в комбинации с традиционным методом равномерного начисления амортизации начиная со второй половины периода эксплуатации (соответствующие результаты расчетов приведены в последней колонке табл. 2.2 в скобках). Отмеченное обстоятельство учитывается п. 5 ст. 259 Налогового кодекса, в соответствии с которым, как только остаточная стоимость амортизируемого имущества составит 20% первоначальной, осуществляется переход к линейному методу начисления амортизации.

В целом замена различных вариантов начисления ускоренной амортизации единственным нелинейным методом уменьшает инвестиционный потенциал предприятий. Располагая широким спектром возможностей списания стоимости амортизируемого имущества, предприятие может более гибко планировать реализацию инвестиционных проектов с учетом специфики функционирования конкретного рынка, морального и физического износа имеющихся основных фондов и фактической рентабельности своей деятельности.

Так, высокорентабельные предприятия могли бы использовать метод искусственного сокращения срока службы, обеспечивающий наибольшие темпы прироста собственного инвестиционного потенциала в период начисления ускоренной амортизации (они существенно выше, чем при нелинейном методе). Для тех предприятий, которые вынуждены работать с низкой рентабельностью, более приемлем метод суммы чисел. Естественно, что разные предприятия имеют и различную потребность в инвестициях на разных этапах своего развития. Поэтому применение универсального подхода к начислению ускоренной амортизации, представленного исключительно нелинейным методом, неоправданно сужает инвестиционные возможности предприятий. Более того, низкорентабельные предприятия зачастую просто «отсекаются» от применения нелинейного метода, поскольку получаемый в начале периода эксплуатации прирост амортизационных отчислений может превысить размер получаемой прибыли, а увеличение цены реализации продукции оказывается невозможным из-за ограничений спроса.

Таблица 2.2 - Классификация методов начисления амортизации

Показатели	Методы начисления амортизации			
	линейный метод	ускоренное начисление амортизации		
		метод искусственного сокращения	метод суммы чисел	метод уменьшающегося остатка
1. Стоимость основных фондов	120	120	120	120
2. Срок службы основных фондов	6	6	6	6
3. Методика определения нормы амортизации	$a_b = \frac{1}{T_{cx}}$	$a_b = \frac{1}{T_{cx} / n}$	$a_t = \frac{2(T_{cx} - t + 1)}{T_{cx}(T_{cx} + 1)}$	$a_b = m \times \frac{1}{T_{cx}}$
4. Результаты определения норм амортизации по годам периода эксплуатации:				
		при n = 2		при m = 1,5
1-й год	1/6	1/3	12/42	1/4
2-й год	1/6	1/3	10/42	1/4
3-й год	1/6	1/3	8/42	1/4
4-й год	1/6	0	6/42	1/4
5-й год	1/6	0	4/42	1/4
6-й год	1/6	0	2/42	1/4
5. Результаты определения суммы средств в амортизационном фонде предприятия нарастающим итогом:				
1-й год	20	40	34,3	30,0
2-й год	40	80	62,9	52,5
3-й год	60	120	85,8	69,4
4-й год	80	120	102,9	82,1 (86,3)
5-й год	100	120	114,3	91,6 (103,2)
6-й год	120	120	120,0	98,7 (120)

Примечания:

1. В таблице использованы следующие условные обозначения: a_0 — норма амортизации; a_t — норма амортизации в момент времени t периода эксплуатации продолжительностью $T_{сл}$; n — коэффициент искусственного сокращения срока службы; m — коэффициент ускорения начисления амортизации по методу уменьшающегося остатка.

2. Результаты определения суммы средств в амортизационном фонде предприятия при использовании метода уменьшающегося остатка, например в третьем году периода эксплуатации, получены следующим образом:

$$\frac{1}{4} \times 120 + \frac{1}{4} (120 - \frac{1}{4} \times 120) + \frac{1}{4} \left[120 - \frac{1}{4} (120 - \frac{1}{4} \times 120) \right] = 69,4$$

3. Законодательством предусмотрено исключение из состава амортизируемого имущества той его части, которое приобретено с использованием бюджетных ассигнований или иных аналогичных средств (п. 2 ст. 256).

Поскольку амортизация входит в состав расходов, уменьшающих налогооблагаемую прибыль, основная идея рассматриваемой правовой нормы заключается в обеспечении ускоренной окупаемости государственных инвестиций через увеличение выплат налога на прибыль. Однако в этом случае предприятие не сможет накопить сумму, достаточную для замены основных фондов по истечении срока их службы, поскольку амортизация будет начисляться не на всю балансовую стоимость, а только на ее часть. По сути дела, уменьшение стоимости амортизируемого имущества приведет к тому, что эксплуатирующие его предприятия будут лишены источников не только расширенного, но даже простого воспроизводства. Рассматриваемый подход прямо уменьшает коммерческую эффективность любого проекта, реализуемого с долевым участием государства, поскольку у предприятия — инициатора проекта ухудшатся все ключевые оценочные показатели — чистый дисконтированный доход, срок окупаемости и внутренняя норма прибыли.

С учетом изложенного повышению роли амортизационных отчислений в инвестиционном процессе могли бы способствовать:

- совершенствование порядка определения стоимости амортизируемого имущества путем включения в его состав имущества, приобретенного с использованием бюджетных ассигнований;
- расширение сферы применения методов ускоренной амортизации

с одновременным предоставлением предприятиям самостоятельности в их выборе.

Наряду с амортизацией ключевым собственным инвестиционным ресурсом предприятий является и нераспределенная прибыль. Обсуждая экономическое содержание инвестиций, мы уже отмечали, что экономическая прибыль является более объективной характеристикой результатов хозяйственной деятельности предприятий и содержит значительно больше информации для их акционеров и потенциальных инвесторов, чем прибыль бухгалтерская. Но в российских условиях понятие экономической прибыли пока не нашло применения в практике налогообложения доходов предприятий и этот показатель не может рассматриваться в качестве объекта налогового регулирования. Поэтому с точки зрения использования прибыли для финансирования инвестиционной деятельности в центре нашего внимания окажется традиционная классификация прибыли на общую, налогооблагаемую и чистую.

Общая прибыль — разность между выручкой от реализации товаров и услуг и затратами на их производство и продажу, относимыми в соответствии с законодательством на себестоимость производства продукции.

Налогооблагаемая прибыль — общая прибыль за вычетом всех налогов, кроме налога на прибыль.

Чистая прибыль — налогооблагаемая прибыль за вычетом налога на прибыль.

Важно обратить внимание на двойственный характер взаимного влияния прибыли и инвестиций. Действительно, с одной стороны, прибыль является важнейшим инвестиционным ресурсом, а с другой — ее увеличение связано со снижением себестоимости производства, повышением качества продукции (и связанным с ним возможным повышением цены¹) и ростом объемов производства:

$$\Pi = (\pi - c) \times V, \quad (2.4)$$

где Π , π , c , V — соответственно прибыль, цена и себестоимость единицы продукции и объем производства.

Хотя любой из факторов повышения прибыли может быть задействован при мобилизации внутренних резервов повышения эффективности производства, наиболее существенных результатов можно достичь путем инвестиций в его обновление. То есть не только прибыль является источником увеличения объемов инвестиций, но и сами эффективные инвестиции являются условием роста прибыли.

Помимо имеющихся непосредственно у предприятий возможностей

увеличения объемов реинвестирования прибыли, решающее значение приобретает и государственная поддержка инвестиционной деятельности путем применения системы соответствующих мер налогового регулирования.

Безусловно, прибыль увеличится и в случае роста цен, не связанного с ростом качества продукции. Но такое возможно лишь в случае монополизации предприятием соответствующего рынка товаров и услуг. В противном случае весьма вероятно падение продаж из-за наличия ограничений спроса.

В соответствии со ст. 8 Налогового кодекса Российской Федерации под налогом понимается «обязательный, индивидуально безвозмездный платеж, взимаемый с организаций и физических лиц в форме отчуждения принадлежащих им на праве собственности, хозяйственного ведения или оперативного управления денежных средств в целях финансового обеспечения деятельности государства и (или) муниципальных образований»

В контексте данного определения становится очевидным, что налоговое стимулирование инвестиционной деятельности может быть связано с изменением порядка определения налогооблагаемой базы, изменением сроков уплаты налога и снижением налоговых ставок. Возможны и комплексные меры, предусматривающие использование всех перечисленных элементов налогового регулирования.

Рассмотренные выше меры амортизационной и налоговой политики государства направлены на обеспечение прироста собственного инвестиционного потенциала предприятий.

Привлеченные и заемные средства негосударственного сектора экономики

Привлечение инвестиционных ресурсов негосударственного сектора экономики для реализации инвестиционных проектов может осуществляться как на долевой, так и на долговой основе. В первом случае инвестор становится совладельцем предприятия путем приобретения его акций либо при размещении новой эмиссии, либо у существующих собственников. Во втором случае инвестиционный проект финансируется за счет займов, получаемых предприятием различными способами (эмиссия облигаций, использование банковского кредита или технологии финансового лизинга и т.д.). Достоинства и недостатки привлечения инвестиций по долевой и долговой схемам синтезированы в табл. 2.3.

Таблица 2.3 – Достоинства и недостатки различных схем привлечения инвестиций

Схемы привлечения инвестиций	Достоинства	Недостатки
Долевая	Возможность получения передового опыта ведения предпринимательской деятельности и технологических ноу-хау инвестора; возможность получения доступа к новым рынкам и каналам сбыта; эмитент и стратегический инвестор могут получить синергетический эффект в результате интеграции; стратегические инвесторы готовы платить более вы-	Угроза несовпадения целей эмитента и стратегического инвестора; значительная доля акций, принадлежащая стратегическому инвестору в акционерном капитале компании, «разводняет» контроль над ней и может привести к смене высшего руководства; поиск стратегического инвестора требует значительных затрат времени и средств; возможно проявление различий в корпоративной культуре
Долговая	Отнесение выплат процентов по займам на расходы по производству и реализации продукции; сохранение собственником полного контроля над компанией; наличие заранее определенных сроков и размеров выплат заемщикам, облегчающее финансовое и на-	Обслуживание обязательств по займам требует наличия постоянных источников поступления денежных средств; существуют риск невыполнения обязательств по займу и другие виды инвестиционных рисков

Кратко рассмотрим основные механизмы привлечения инвестиций, конкретизирующие использование долевой и долговой схем.

1. Долевая схема привлечения инвестиций.

Такая схема прежде всего присуща акционерным обществам и предполагает проведение различных операций с их акциями. Акции являются выражением права собственности на долю в капитале акционерного общества (АО). Различают акционерные общества закрытого и открытого типов. Акции закрытых АО не торгуются на бирже и распространяются среди его

учредителей. Акции открытых АО, наоборот, продаются на открытом рынке по курсовой стоимости, которая может быть выше или ниже номинальной в зависимости от результатов работы АО и колебаний рыночной конъюнктуры. Владелец акций открытого АО может получать доход не только в форме дивиденда, но и путем их продажи на открытом рынке по более высокой цене.

Инвесторы, приобретающие акции, становятся совладельцами компании и всех ее активов, за исключением требований кредиторов. Они совместно разделяют риски, связанные с деятельностью компании, и имеют право на получение определенной части ее прибыли. В зависимости от способа реализации трех ключевых прав акционера — права участия в управлении АО, права на получение дохода и права на получение части доходов от продажи активов АО в случае его банкротства — различают простые и привилегированные акции. Так, при банкротстве АО имущественные претензии владельцев привилегированных акций удовлетворяются раньше, чем претензии владельцев простых акций.

Дивиденд по привилегированным акциям выплачивается в соответствии с заранее установленным процентом, а соотношение доходов владельцев простых и привилегированных акций в точности соответствует так называемому золотому правилу инвестирования, в соответствии с которым на наибольшую доходность своих инвестиций может рассчитывать тот инвестор, который рискует больше (т.е. владелец простой акции может рассчитывать на больший доход, но может и не получить его совсем). Что же касается права голоса на общем собрании акционеров, то им, как правило, обладает лишь владелец простой акции, а привилегированные акции становятся голосующими только в том случае, если по ним не выплачиваются дивиденды.

Одним из важных отличий структуры собственности российских компаний по сравнению с их аналогами из промышленно развитых стран является ее значительно большая концентрация. Российские предприниматели не готовы расстаться не только с контрольным, но часто даже с блокирующим пакетом¹ акций с целью привлечения инвестиций.

Практика привлечения инвестиций путем эмиссии акций показывает, что поскольку дивиденды, выплачиваемые по акциям, в целом выше процентов по депозитам, то выпуск акций обходится компании дороже банковского кредита или выпуска облигаций. Вместе с тем, если компания в краткосрочной перспективе не планирует начислять высокие дивиденды (в случае роста курсовой стоимости акций компании этого и не потребуется, так как ее акции все равно будут привлекательными для инвесторов), эмиссия акций может оказаться более дешевым вариантом для компании, привлекающей инвестиции. Учитывая значительные трудности с получением кредитов в нашей стране, выпуск акций может оказаться одним из немногих

реальных источников инвестиций для российских компаний.

Однако если компания принимает решение о проведении публичной эмиссии акций и о выводе их на фондовую биржу, она берет на себя дополнительные обязательства, связанные, например, с выполнением требований и процедур Федеральной службы по финансовым рынкам и организатора торговли по более полному раскрытию информации перед акционерами и другими заинтересованными лицами. Эти требования предполагают дополнительные издержки, наличие адекватной внутренней организационной структуры, осуществляющей сбор информации, регулярное проведение общих собраний акционеров и т.д.

Важным вопросом, возникающим при принятии компанией решения о дополнительном выпуске акций, является вопрос сохранения контроля за принятием стратегических решений. С увеличением числа акционеров существующим акционерам придется считаться с меньшими возможностями влияния на развитие компании: новые акционеры получают право участвовать в процессе принятия решений. В то же время позитивным моментом положительного решения вопроса о выпуске акций будет облегчение доступа к капиталу в будущем.

Блокирующим является пакет акций величиной 25% + 1 голосующая акция. Его обладатель имеет достаточно возможностей для влияния на принимаемые компанией стратегические решения. Он, например, может не допустить размещение новой эмиссии акций, если считает для себя существенным риск «разводнения» капитала, т.е. возникновения ситуации, когда принадлежащий ему пакет перестанет быть блокирующим.

В целом инвесторы, вкладывающие средства в акции компании, условно делятся на стратегических (прямых) и финансовых (или портфельных) инвесторов. Портфельных инвесторов, владеющих менее чем 10% голосующих акций, не представленных в совете директоров компании и не способных оказывать влияние на развитие компании, часто называют миноритарными акционерами.

Большие перспективы привлечения инвестиций связаны также с развитием венчурного финансирования инвестиционных проектов. В отличие от приобретения акций на открытом рынке венчурные инвесторы, как правило, вкладывают капитал в компании, чьи акции не зарегистрированы на бирже и отсутствуют в свободной продаже на фондовом рынке. Введем определение венчурного капитала.

Под венчурным понимается долевой капитал, вкладываемый профессиональными венчурными компаниями в создаваемые или развивающиеся частные компании, имеющие значительный потенциал

роста стоимости их акций.

К характерным чертам венчурных инвестиций следует отнести:

- разделение рисков венчурным инвестором с получающей инвестиции частной компанией в период от вложения капитала до продажи венчурным инвестором своей доли (т.е. выхода из проекта);

возможность привлечения инвестиций на достаточно длительный срок, что для российских молодых компаний, работающих в инновационном бизнесе, имеет исключительное значение (в отсутствие ликвидных залогов у них нет доступа к банковским кредитам, а вывод акций на биржу также крайне проблематичен);

- Происходит от английского слова «venture», означающего рискованное предприятие или начинание.

- основными формами венчурного инвестирования являются либо приобретение пакета акций акционерного общества, либо предоставление инвестиционного кредита, как правило, на срок от 3 до 7 лет (процентная ставка по таким кредитам составляет LIBOR + 2 — 4%). Часто процентная ставка по кредиту не устанавливается и предусматривается процедура конвертации кредита в пакет акций. Возможна и комбинированная схема, при которой одна часть инвестиций направляется на приобретение пакета акций, а другая предоставляется в форме инвестиционного кредита;

- в отличие от стратегического инвестора венчурный инвестор не стремится к получению контрольного пакета акций компании. Считается, что менеджмент компании, сохраняющий контрольный пакет акций, будет иметь больше стимулов для развития бизнеса (ясно, что такой подход предполагает высокий уровень доверия между венчурным инвестором и менеджментом);

- возможность использования компанией управленческих технологий и деловых связей венчурного инвестора, принимающего участие в управлении проинвестированной компанией;

- доход венчурного инвестора формируется не за счет дивидендов, а за счет продажи возросшей в цене доли инвестора в собственности компании в конце инвестиционного периода;

- ввиду повышенного риска венчурных инвесторов уровень доходности, на который они ориентируются, как правило, составляет не менее 30% годовых в валюте и существенно превышает уровень доходности портфельных инвесторов.

Первой стадией венчурного проекта является поиск и отбор компаний венчурными инвесторами (так называемая стадия Deal-flow) по критерию способности компаний к быстрому развитию. В российских

условиях для идентификации таких компаний можно воспользоваться результатами конкурса русских инноваций, ежегодно проводимого журналом «Эксперт» совместно с корпорациями Intel и Audi. Проекты победителей этого конкурса широко представлены на сайте www/inno.ru и содержат богатую информацию для венчурных инвесторов.

Поскольку рыночные перспективы представленных инновационных разработок прошли многократную экспертизу, есть все основания для перехода к стадии Due Diligence или тщательного изучения. Здесь компания подвергается рентгену со стороны венчурного инвестора, который в течение достаточно длительного периода, как правило, занимающего от одного до полутора лет, детально изучает целесообразность осуществления венчурных инвестиций. При положительном решении сторонами принимается инвестиционный меморандум, имеющий следующую типовую структуру:

- а. Резюме (содержит рекомендации венчурному фонду по объемам и срокам инвестирования).
- б. Краткая характеристика истории создания компании.
- в. Характеристика продукции компании, перспективных направлений ее использования и существующего спроса.
- г. Характеристика рынка (фактического и перспективного).
Позиционирование компании на рынке. Конкуренция. Основные конкурентные преимущества. Тенденции развития рынка.
- д. Характеристика финансовой деятельности компании.
Существующие обязательства. Объем продаж. Прибыль. Прогноз изменений после инвестирования.
- е. Персонал компании. Владельцы, участники и руководители компании, их характеристики. Принципы управления. Число работающих и квалификация.
- ж. Заключение. Общая характеристика проекта. Потенциал развития. Основные достоинства и недостатки. Выводы о целесообразности инвестирования.

После того, как венчурные инвестиции сделаны, инвестор участвует в управлении частной компанией с целью обеспечения ее максимально быстрого роста и увеличения стоимости акций. Этот период времени от момента вложения венчурного капитала до продажи венчурным инвестором своей доли получил название «living with company» (или период «совместного проживания»). Весьма показательно, что участие венчурного инвестора в делах проинвестированной компании носит неформальный характер и проявляется во влиянии на принятие стратегических и финансовых решений, обмене идеями и маркетинговой информацией и т.д.

Завершающей стадией венчурного проекта является выход из бизнеса венчурного инвестора (стадия «exit» — «выход»), осуществляемый

такими способами, как первое публичное предложение (IPO), продажа акций заинтересованному инвестору без выхода на биржу, обратный выкуп акций менеджментом предприятия.

Уровень развития венчурного бизнеса в России еще не столь высок, чтобы можно было располагать достоверной статистикой использования тех или иных способов выхода из венчурного бизнеса. Однако, исходя из общих тенденций развития фондового рынка и венчурного инвестирования, можно предположить, что в ближайшей перспективе наибольшее применение найдут оптовая продажа акций на внебиржевом рынке и обратный выкуп акций менеджментом. В то же время механизм IPO будет оставаться труднодоступным для подавляющего большинства венчурных компаний.

Поскольку скорость рыночных трансформаций в России достаточно высока, можно предположить, что и развитие венчурного бизнеса будет достаточно динамичным. Следует отметить, что еще в 1993 г. Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) начал программу развития региональных фондов венчурного капитала на территории Российской Федерации, выделив на эти цели 312 млн долл. Помимо фондов ЕБРР в России действуют и другие венчурные фонды, имеющие в основном американское происхождение и действующие в рамках межправительственных соглашений. В их числе такие фонды, как TUSRIF (The United States — Russia Investment Fund) и Defence Enterprise Fund, капитал которых сформирован правительством и Департаментом обороны США. Инфраструктура венчурного бизнеса развивается и в России, где в 1997 г. действующими венчурными фондами была создана Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ). Хотя в настоящее время отраслевые предпочтения венчурных инвесторов еще не сформировались, проведение аналогии с промышленно развитыми странами свидетельствует о том, что наибольшие перспективы привлечения венчурного капитала открываются перед компаниями, работающими в области информационных технологий, биотехнологий, медицины, коммуникаций, обрабатывающей промышленности. Российская специфика может проявиться и в существенной доле венчурного финансирования энергетических проектов [19].

2. Долговая схема привлечения инвестиций.

Одним из наиболее распространенных методов привлечения займов является *эмиссия облигаций*, классификация которых приведена в табл. 2.4.

Таблица 2.4 – Классификация облигаций

Классификационный признак	Типы облигаций	Примечание
Тип эмитента	Государственные Корпоративные	• Федерального уровня • Субъекта Федерации • Муниципальные
Срок обращения	• Краткосрочные • Среднесрочные • Долгосрочные	• До 1 года • От 1 до 5 лет • Более 5 лет
Способ получения дохода	Купонные Дисконтные	• Периодические процентные выплаты к номинальной стоимости облигаций • В момент погашения за счет более высокой номинальной

Несмотря на сформировавшуюся в последние годы тенденцию динамичного развития внутреннего рынка корпоративных облигаций, по своей емкости он почти в 5 раз отстает от емкости рынка банковских кредитов. Причины, по которым уровень развития рынка корпоративных облигаций нельзя признать достаточным, включают так называемое «низкое качество эмитента», означающее, что облигации новых эмитентов оцениваются рынком как чрезмерно рискованные и с учетом требуемой инвесторами премии за риск оказываются слишком дорогим инструментом привлечения инвестиций; слабость отечественных финансовых институтов, не располагающих необходимыми ресурсами для существенного роста емкости рассматриваемого рынка; оценку российского рынка как весьма рискованного иностранными инвесторами, несмотря на рейтинги инвестиционного качества, присвоенные России крупнейшими международными рейтинговыми агентствами.

Обращает на себя внимание тот факт, что размер рынка корпоративных еврооблигаций российских компаний вдвое превышает размер внутреннего рынка. То есть иностранные инвесторы предпочитают работать с новыми эмиссиями облигаций известных им российских эмитентов — компаний нефтегазового сектора экономики, металлургии, связи, пищевой промышленности, крупнейшими торговыми сетями. Сами эмитенты также заинтересованы в выходе на мировой рынок капитала, во-первых, потому, что ресурсы привлекаются ими на более длительные сроки и по сравнительно низким процентным ставкам, а во-вторых, из-за соображений престижа и продвижения собственного бренда в глобальное экономическое пространство. Облигации, выводимые на рынок эмитентами

внутри страны, расцениваются значительной частью иностранных инвесторов как «мусорные» (крайне рискованные) и не будут пользоваться спросом с их стороны по крайней мере до тех пор, пока не завоюют признаки российских инвесторов.

Особое место в рассматриваемой сфере экономических отношений занимает рынок государственных ценных бумаг (ГЦБ), имеющий большое макроэкономическое значение как неотъемлемая часть финансового рынка любого развитого государства. Эффективное функционирование этого рынка обеспечивает возможности финансирования бюджетных расходов, регулирования банковской ликвидности и косвенного регулирования валютного рынка, внутреннего рынка ссудных капиталов и рынка корпоративных ценных бумаг. Рынок ГЦБ имеет еще одну важнейшую составляющую — инвестиционную. Для развития экономики требуются крупные среднесрочные и долгосрочные инвестиции, обеспечить привлечение которых мог бы в том числе рынок государственных ценных бумаг. Государство может выступать на этом рынке не только как регулирующий орган, но и как активный заемщик, аккумулируя с помощью рыночных инструментов средства населения и направляя их на развитие инфраструктуры национальной экономики, как базовой (например, строительство автомобильных и железных дорог, нефтепроводов, мостов и т.д.), так и новейшей, основанной на современных средствах телекоммуникации, интернет-технологиях. В настоящее время ГЦБ в России имеют устойчивую репутацию консервативного, надежного и низкодоходного финансового инструмента (не более 6,5% годовых по состоянию на середину 2006 г.).

Помимо эмиссии облигаций, важнейшим методом инвестиционного обеспечения развития бизнеса с использованием долговой схемы является привлечение банковских кредитов, т.е. предоставление предприятиям временно свободных денежных средств коммерческих банков на платной, возвратной и срочной основе. Классификация банковских кредитов по различным признакам представлена в табл. 2.5.

Таблица 2.5 – Классификация банковских кредитов предприятиям реального сектора экономики

Классификационный признак	Вид кредита	Примечание
Сроки предоставления	Краткосрочные Среднесрочные Долгосрочные	Менее 1 года От 1 года до 3 лет Более 3 лет
Обеспечение	Необеспеченные Обеспеченные	Залоговые Гарантированные Застрахованные
Технология предоставления	Доверительный (контокоррентный) Вексельный Факторинг Под поручительство третьих лиц Под банковскую гарантию Под залог ценных бумаг Под залог имущества (ипотечный)	Не имеет конкретного обеспечения, выдается первоклассным заемщикам с длительной кредитной историей Покупка банком векселя клиента с предоставлением кредита до наступления срока платежа Выкуп банком обязательств клиента перед контрагентами Предполагает необходимость детальной оценки платежеспособности поручителя В условиях дефицита инвестиционных ресурсов у российских банков они способствуют привлечению своими клиентами кредитов иностранных банков путем предоставления гарантий Предполагает необходимость корректировки залога в случае обесценивания ценных бумаг залогодателя в течение срока действия кредитного договора Предполагает необходимость детальной оценки качества и ликвидности закладываемого имущества

Из приведенной классификации банковских кредитов следует, что повышение их роли в инвестиционном обеспечении развития экономики неразрывно связано с выполнением трех необходимых условий: 1) высокое

качество инвестиционных предложений предприятий, устраивающих банки в части соотношения доходность / риск; 2) наличие надежного обеспечения предоставленных кредитов, страхующее риски невыполнения предприятием обязательств перед банком-кредитором; 3) наличие у банков необходимых ресурсов для предоставления инвестиционных кредитов.

В российских условиях выполнение каждого из отмеченных условий не гарантировано. Так, при сложившейся уровне процентных ставок по инвестиционным кредитам, для большинства предприятий не опускающихся ниже 15% годовых, поиск проектов, обеспечивающих соответствующий уровень эффективности, представляет серьезную проблему.

Качественное обеспечение кредитов является не менее сложной задачей. Из-за высокого уровня износа основных фондов большей части российских предприятий они не могут рассматриваться банками как привлекательные и, самое главное, ликвидные залого. Товары в обороте банками в залоговую массу, как правило, не включаются, поскольку их движение в пространстве и во времени банку практически неподконтрольно.

Следует также учитывать, что сама процедура оформления залогов страдает излишней бюрократизацией и является весьма дорогостоящей. Остаются и законодательные причины, снижающие возможности залогового обеспечения кредитов. Например, имущество предприятия, являющееся предметом залога, попадает в так называемую конкурсную массу в случае его банкротства и оказывается недоступным банку [19].

Залог — форма обеспечения обязательств заемщика перед кредитором, заключающаяся в праве кредитора реализовать предмет залога (имущество или имущественные права) в случае неисполнения заемщиком своих обязательств по кредитному договору.

Характерно, что наиболее успешные предприятия, имеющие позитивную кредитную историю и опыт привлечения инвестиций с фондового рынка, вообще отказываются от предоставления залогов и согласны работать с банками только на условиях получения контокоррентных кредитов. По мере повышения качества корпоративного управления и повышения эффективности работы предприятий — потенциальных заемщиков данная тенденция будет только углубляться.

Одной из форм обеспечения по кредиту является получение государственных гарантий или гарантий другого банка.

Государственная гарантия — обязательство уполномоченного органа государственного управления по возврату на условиях, предусмотренных договором, денежных средств инвестору в случае срыва реализации проекта не по его вине.

Предоставление государственных гарантий пока не получило широкого распространения, поскольку доминирует точка зрения о том, что таким образом нарушаются условия конкуренции. Если одно из работающих на рынке предприятий получает такую гарантию, а его конкуренты нет, то имеют место необоснованные адресные преференции. Тем не менее для реализации приоритетных проектов, осуществляемых государством и бизнесом в рамках развития государственно-частного партнерства, использование этого инструмента может принести реальную отдачу. Что же касается гарантий других субъектов рынка, и прежде всего банков, то они используются в основном для привлечения кредитов иностранных банков, не работающих напрямую с российскими предприятиями и открывающих лимиты кредитования на российские банки-партнеры. Типовая схема участия российского банка в привлечении инвестиционных кредитов под закупку импортного оборудования представлена на схеме 2.1, составленной по данным работы¹.

В данном случае российский банк-партнер, прошедший полноценную экспертизу экспортного кредитного агентства, пользуется полным доверием иностранного банка. Принимая обязательства по возврату кредита от российского банка, иностранный банк считает, что он обладает достаточной компетентностью для того, чтобы оценить риски кредитования собственного клиента самостоятельно.

Если же клиент все же будет неспособен выполнить свои кредитные обязательства в срок и в полном объеме, российский банк погасит кредит сам. Но и риск неплатежа российского банка также несуществен для иностранного банка, поскольку он застрахован экспортным кредитным агентством.

Схема 2.1:

- 1 — экспертиза возможности участия российского банка в программе экспортного кредитного агентства;
- 2 — предоставление гарантий (страхование российских рисков);
- 3 — представление бизнес-плана инвестиционного проекта и его одобрение российским банком;
- 4 — запрос на выделение кредита в рамках программы экспортного кредитного агентства;
- 5 — выделение кредита российскому банку;
- 6 — выделение кредита российскому предприятию;
- 7 — закупка импортного оборудования;
- 8 — поставка импортного оборудования;
- 9 — возврат кредита российскому банку;
- 10 — возврат кредита иностранному банку

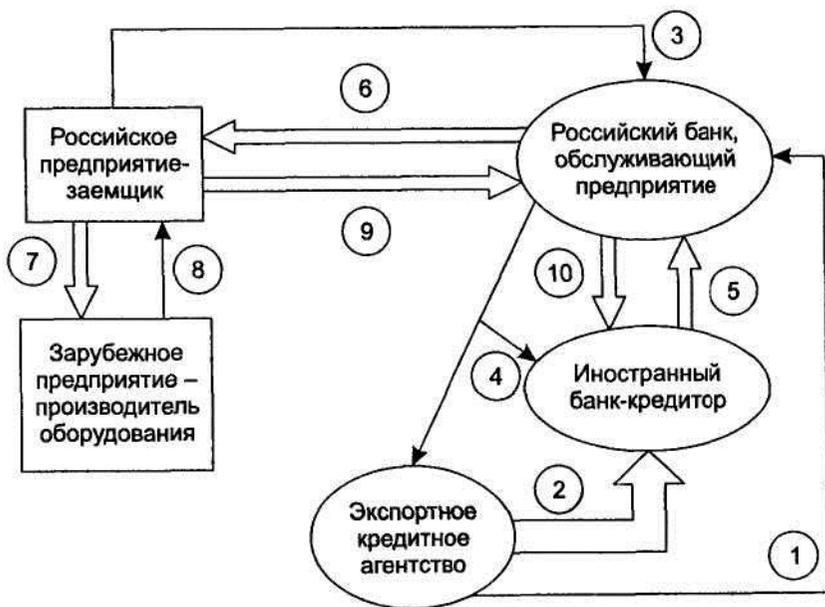


Схема 2.1. Схема привлечения инвестиций российским банком под гарантию экспортного кредитного агентства [19]

Работа по данной схеме выгодна всем ее участникам: привлекаемый предприятием кредит обходится дешевле, чем прямое получение кредита в российском банке; российский банк зарабатывает комиссионные на привлечении кредита от иностранного банка и имеет возможности расширения клиентской базы; иностранный банк размещает кредитные ресурсы под более высокие проценты, чем это возможно в собственной стране; экспортное кредитное агентство получает страховую премию и реализует свою миссию, оказывая поддержку развитию национального экспорта. Следует иметь в виду, что условием реализации проектов по схеме 2.1 часто является необходимость приобретения оборудования в стране, которую представляет экспортное кредитное агентство и банк-кредитор, т.е. получаемые конечным заемщиком кредиты являются, по сути дела, связанными.

В отличие от прямого кредитования в иностранных банках рассмотренный механизм получения долгосрочных кредитов доступен практически любому российскому предприятию в случае, если оно способно представить эффективный инвестиционный проект и имеет репутацию перспективного клиента и надежного заемщика в российском банке.

Еще одной технологией, использование которой могло бы способствовать расширению банковского кредитования приоритетных инвестиционных проектов, является использование механизма субсидирования за счет бюджетных средств процентных ставок по инвестиционным кредитам. Этот метод государственной поддержки банковского кредитования инвестиционных проектов получил широкое распространение в российских регионах¹. Его суть заключается в следующем:

- при составлении бюджета на очередной финансовый год устанавливается лимит расходов на субсидирование процентных ставок;
- устанавливается, что на государственную поддержку инвестиционной деятельности при помощи использования данного механизма могут рассчитывать проекты, обеспечивающие решения актуальных проблем развития экономики региона;
- определяется предельный размер субсидирования процентной ставки по кредитам банков (как правило, 1/2 или 2/3 ставки рефинансирования ЦБ РФ);
- устанавливается, что преимущественное право субсидирования процентных ставок имеют предприятия, реализующие проекты с максимальной бюджетной эффективностью;
- устанавливается, что получение субсидий возможно, только если банковский кредит погашается своевременно и в полном объеме.

Принципиальной особенностью рассматриваемого механизма является предоставление государственной поддержки с учетом уже достигнутой эффективности инвестирования. Действительно, если банк провел экспертизу инвестиционного проекта некачественно и предприятие оказалось неспособно выполнить обязательства по возврату кредита, то субсидирование процентных ставок по такому кредиту не производится. В этом случае банк «разбирается» со своим клиентом самостоятельно — реструктурирует задолженность, переуступает ее третьему лицу, инициирует процедуру банкротства и т.д.

Может показаться, что в применении механизма субсидирования процентных ставок по инвестиционным кредитам нет особого смысла, так как при поверхностном рассмотрении государство просто передает бюджетные средства предприятию, вернувшему кредит банку. Это, однако, только внешняя сторона проблемы. В действительности, если банк готов предоставить предприятию кредит под 16% годовых, а эффективность проекта не превышает 10%, такой проект будет отклонен. Но если заранее известно, что в случае эффективного осуществления проекта размер субсидии составит 2/3 ставки рефинансирования, равной 13%, то реальная цена привлекаемого капитала составит уже не 16%, а чуть меньше 8%

годовых. В этом случае проект может быть реализован. Рассмотренный механизм будет сохранять свою актуальность по меньшей мере до тех пор, пока ставка рефинансирования ЦБ РФ не снизится до уровня 5...6% годовых.

В целом к основным факторам, сдерживающим развитие банковского кредитования инвестиционных проектов, можно отнести высокие риски кредитования, нерешенность ряда ключевых проблем залогового законодательства, ограниченные ресурсные возможности банков, прежде всего дефицит среднесрочных и долгосрочных пассивов, недостаточно высокий уровень доверия к банкам со стороны населения. С одной стороны, это свидетельствует о слабости российской банковской системы, не располагающей достаточным капиталом для масштабного кредитования предприятий и имеющей структуру пассивов, не способствующую долгосрочным инвестициям, а с другой — указывает на неготовность предприятий к получению инвестиций, выражающуюся прежде всего в отсутствии эффективного собственника и необходимой квалификации для разработки обоснованных инвестиционных предложений, представляемых в кредитные комитеты банков.

Отметим, что потенциал участия банков в инвестиционном процессе далеко не исчерпывается предоставлением долгосрочных кредитов. Их роль также исключительно велика *в развитии лизинга*.

В соответствии с действующим законодательством сущность лизинга раскрывается в следующих базовых определениях¹:

Лизинг — совокупность экономических и правовых отношений, возникающих в связи с реализацией договора лизинга, в том числе приобретением предмета лизинга.

Договор лизинга — договор, в соответствии с которым лизингодатель обязуется приобрести в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование.

Лизинговая деятельность — вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его в лизинг.

Классическая лизинговая сделка предполагает наличие трех основных участников: фирмы, производящей основные фонды (предметы лизинга); лизинговой компании (лизингодателя), закупающей их у производителя; предприятия (лизингополучателя), получающего необходимые ему машины или оборудование у лизингодателя по договору лизинга (схема 2.2).

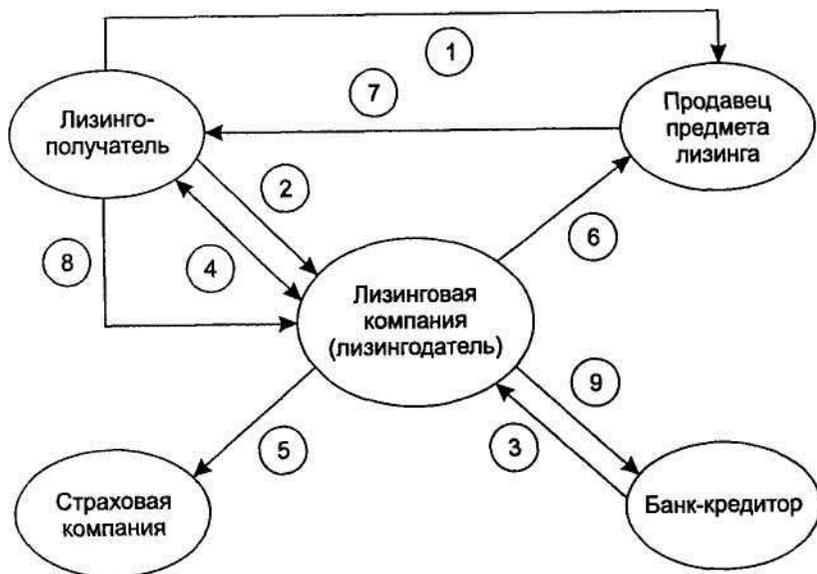


Схема 2.2. Принципиальная схема классического лизинга:

- 1 — маркетинговые исследования рынка (поиск необходимого оборудования);
- 2 — представление бизнес-плана в лизинговую компанию;
- 3 — получение лизинговой компанией банковского кредита;
- 4 — заключение договора лизинга;
- 5 — страховой платеж;
- 6 — приобретение предмета лизинга у продавца;
- 7 — поставка предмета лизинга лизингополучателю;
- 8 — лизинговые платежи лизингополучателя лизингодателю;
- 9 — погашение банковского кредита

При анализе схемы 2.2 может показаться, что лизинговая компания является простым посредником, услуги которого удорожают стоимость капитала, привлекаемого предприятием, по сравнению с получением банковского кредита. Это, однако, не соответствует действительности. Во-первых, во всем мире лизинг считается столь эффективной инвестиционной технологией, что ее применение сопровождается рядом налоговых льгот, которые удешевляют капитал для конечного заемщика. В частности, в России возможность отнесения лизинговых платежей на расходы, связанные с выпуском и реализацией продукции, в условиях отмены инвестиционных

льгот по налогу на прибыль является фактором повышения заинтересованности предприятий в услугах лизинговых компаний. Во-вторых, банковские кредиты на длительные сроки в российских условиях остаются практически недоступными для малого и среднего бизнеса, в то время как приобретение необходимого оборудования по лизингу становится для них все более стандартной практикой. Характерно, что если еще 3 года назад лизинговые компании одобряли лишь не более 20% поступающих заявок на лизинговое финансирование, то к 2005 г. доля положительных решений увеличилась до 50% *. Именно поэтому среднегодовые темпы роста лизинговых услуг за последние 3 года составили около 60%, что практически на порядок превышает темпы роста инвестиционной активности в целом. На фоне экономического роста и повышения инвестиционной активности в реальном секторе российской экономики для развития лизинга открываются новые перспективы.

Опыт развитых промышленных стран Запада показывает, что за счет лизинга финансируется 25-30% инвестиций в приобретение оборудования², в то время как в нашей стране этот показатель не превышает 6% и, несмотря на быстрый рост рынка лизинговых услуг, имеющийся потенциал лизинговых технологий инвестирования остается недостаточно востребованным. Основные факторы, оказывающие отрицательное влияние на развитие лизинга, приведены на схеме 2.3 по данным Росстата. Характерно, что уровень налогообложения уже перестал быть значимым фактором, сдерживающим развитие лизинга. Наиболее существенно то, что участники лизинговой деятельности считают правовое обеспечение лизинговой деятельности не отвечающим современным требованиям и, самое главное, процентная ставка по кредитам, привлекаемым лизинговыми компаниями, остается чрезмерно высокой. Поскольку процентные выплаты увеличивают размер лизинговых платежей у лизингополучателя отсутствует уверенность в возможности своевременно и в полном объеме расплатиться с лизингодателем.

Рассмотрим ряд наиболее содержательных классификаций лизинга. В частности, *по составу участников договора лизинга* различают:

- классический лизинг, для которого характерны трехсторонние отношения между производителем оборудования, лизинговой компанией и лизингополучателем, нашедшие свое отражение в верхней части схемы 2.2. Он может быть не только трехсторонним, но и многосторонним, например, в случае, если лизингополучателем выступает интегрированная корпоративная структура, осуществляющая модернизацию сразу нескольких входящих в нее предприятий. Тогда многосторонний характер лизинговой сделки подчеркивается участием в ней нескольких лизингополучателей и производителей предмета лизинга. В том случае, когда приобретение предмета

лизинга требует больших затрат, для финансирования сделки может быть образован пул лизинговых компаний или банковский синдикат;

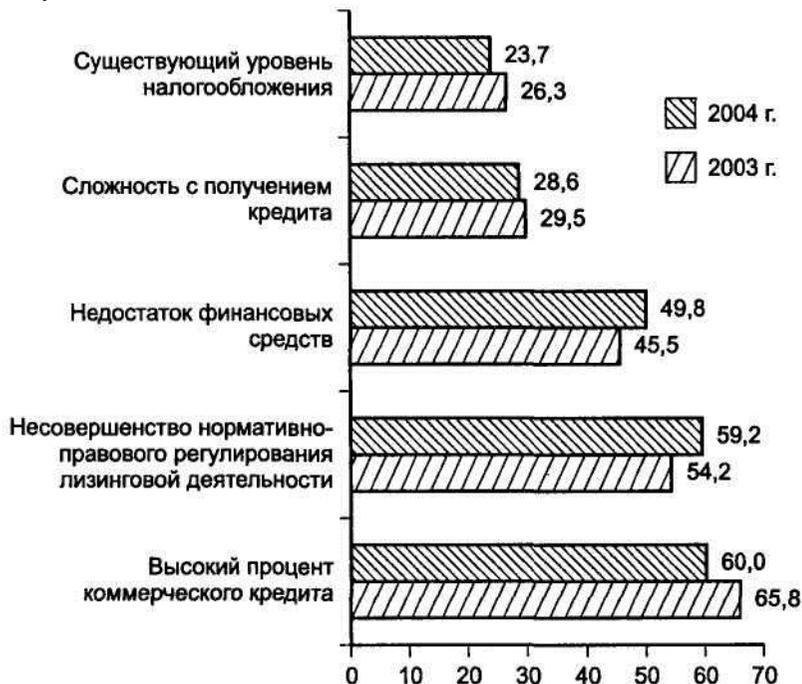


Схема 2.3. Основные факторы, оказывающие отрицательное влияние на развитие лизинга (в % от общего числа организаций)

- прямой лизинг, при котором производитель оборудования является одновременно и лизингодателем (по своему экономическому содержанию прямой лизинг идентичен обычной аренде и по сути видом инвестиционной деятельности не является);
- возвратный лизинг, при котором продавец предмета лизинга одновременно является и лизингополучателем. Данная возможность прямо предусматривается п. 1 ст. 4 Федерального закона «О финансовой аренде (лизинге)» и иллюстрируется схемой 2.4.

Очевидно, что в рассматриваемом случае речь идет не столько о лизинге, сколько об использовании лизинговой технологии финансирования для получения кредита под пополнение оборотных средств. Сама структура сделки полностью идентична получению кредита под залог имеющегося оборудования с переходом права собственности на предмет залога к

кредитору на весь срок действия кредитного договора. Недостаток возвратного лизинга заключается в том, что он по существу оставляет возможность банковской деятельности без получения лицензии ЦБ РФ. Поскольку он имеет к лизингу лишь опосредованное отношение, упоминание о том, что «продавец может одновременно выступать в качестве лизингополучателя в пределах одного лизингового правоотношения», может быть безболезненно исключено из Федерального закона «О финансовой аренде (лизинге)».



Схема 2.4. Схема возвратного лизинга

Весьма содержательной является и *классификация видов лизинга на финансовый и оперативный*:

- финансовый лизинг, предполагающий полную выплату стоимости лизингового имущества за срок действия договора, продолжительность которого, как правило, близка к нормативному сроку службы этого имущества (после прекращения срока действия договора финансового лизинга право собственности на объект сделки обычно переходит к лизингополучателю);

- оперативный лизинг, при котором срок действия договора лизинга меньше нормативного срока службы лизингового имущества, а суммарные лизинговые платежи меньше его стоимости (тогда по окончании срока действия договора право собственности на объект лизинга остается за лизингодателем).

Хотя понятие оперативного лизинга и исключено из действующего федерального закона, в последнее время он завоевывает все большую популярность при приобретении оборудования с высокими темпами

морального износа (компьютерное или полиграфическое оборудование) или не требующего постоянного использования (сельхозтехника)¹. Для предприятий малого и среднего бизнеса важно, что оперативный лизинг обеспечивает им необходимую гибкость и обходится дешевле финансового, поскольку нет необходимости в выкупе предмета лизинга по истечении срока договора. Это не означает, что оперативный лизинг будет доминировать над финансовым, поскольку и финансовый, и оперативный лизинг имеет свою рыночную нишу и перспективы развития.

Самое непосредственное отношение к стоимости лизинга имеет классификация его видов *по объему обслуживания имущества, передаваемого в лизинг*. Здесь различают:

- чистый лизинг, особенностью которого является полная ответственность лизингополучателя за обслуживание и поддержание работоспособности лизингового имущества;
- полный (или «мокрый») лизинг, при котором ответственность за качество обслуживания предмета лизинга лежит на лизингодателе, а лизингополучатель полностью оплачивает его расходы по обслуживанию лизингового имущества;
- лизинг с неполным набором услуг, при котором часть работ по обслуживанию лизингового имущества выполняется лизингополучателем самостоятельно, а другая часть оплачивается (т.е. выполняется лизингодателем).

Выбор типа обслуживания имущества находит свое отражение в размере лизинговых платежей, которые в соответствии с действующим законодательством представляют собой *общую сумму платежей по договору лизинга за весь срок его действия, в которую входят возмещение затрат лизингодателя, связанных с приобретением и передачей предмета лизинга лизингополучателю, возмещение затрат, связанных с оказанием других предусмотренных договором лизинга услуг, а также доход лизингодателя. В общую сумму лизинговых платежей может включаться выкупная цена предмета лизинга, если договором лизинга предусмотрен переход права собственности на предмет лизинга к лизингополучателю*.

Очевидно, что при «мокром» лизинге расходы лизингополучателя максимальны и отказ от самостоятельного обслуживания лизингового имущества оправдан лишь в том случае, если цена и качество сторонних услуг превышают собственные потенциальные возможности лизингополучателя.

Лизинговые технологии выполняют инвестиционную, производственную, сбытовую и финансовую функции (табл. 2.6).

Таблица 2.6 – Характеристика функций лизинга

Функция	Участники лизинговой деятельности		
	лизингополучатель	лизингодатель	Производитель предмета лизинга
Инвестиционная	Выступает в качестве получателя	Выступает в качестве инвестора	
Производственная	Укрепление производственного потенциала за счет обновления основных фондов	Накопление опыта реализации договоров лизинга, увеличение оборотов, повышение	Получение финансовых ресурсов для осуществления своей производственной
Сбытовая	Улучшение условий реализации продукции ввиду снижения издержек производства и (или) повышения	Сбыт на рынке профильной услуги — приобретения имущества, необходимого лизингополучателю	Преодоление кризиса сбыта в случае невозможности прямой продажи имущества из-за дефицита финансовых ресурсов у
Финансо-	Эффективность реализации договора лизинга для всех его		

На первый взгляд производственная функция проявляется у производителя предмета лизинга и лизингополучателя, обретающих новые возможности для своей производственной деятельности. Однако и лизингодатель увеличивает свое присутствие на рынке лизинговых услуг, развивая свои ключевые компетенции, увеличивая обороты и получая новые возможности расширения клиентской базы. Сбытовая функция характерна для всех участников лизинговой сделки: производитель предмета лизинга продает его при помощи лизинговой компании и избегает кризиса сбыта; лизингополучатель, обновив свои производственные фонды, будет способен предложить рынку более конкурентоспособную продукцию и расширить свое присутствие на рынке; лизинговая компания размещает на рынке свою профильную услугу. Естественно, что и финансовая функция выполняется и для лизингодателя, и для лизингополучателя, и для продавца оборудования, поскольку сделка должна быть эффективна для каждого из них. Преимущества лизинговых технологий инвестирования представлены в табл. 2.7.

Большие перспективы привлечения инвестиций в развитие инфраструктуры связаны с развитием частно-государственного партнерства на основе предоставления концессий. Нормативно-правовые основы

использования этой технологии заложены Гражданским кодексом и принятым недавно Федеральным законом «О концессионных соглашениях»¹, согласно которому:

Концессионное соглашение — тип договора, при котором концедент на срочной и возмездной основе предоставляет концессионеру при условии осуществления концессионером предусмотренных соглашением инвестиций и на его риск:

- право пользования имуществом, находящимся в государственной или муниципальной собственности;
- право на создание концессионного объекта с предоставлением концессионеру права пользования таким объектом после его создания в течение периода и на условиях, предусмотренных концессионным соглашением, с последующей передачей объекта в государственную или муниципальную собственность;
- право осуществления отдельных видов деятельности, в соответствии с законодательством принадлежащее исключительно концеденту.

Как известно, в переводе с латинского слово «концессия» означает уступку, которая применительно к концессионным соглашениям может выражаться в предоставлении концессионеру самых широких прав, включая различные индивидуальные льготы по сравнению с действующим законодательством. Подобный, по сути эксклюзивный, режим предоставления концессий был характерен для эпохи колониализма и в настоящее время практически не применяется. В современных концессионных соглашениях, которые в отличие от традиционных концессий прошлого принято называть модернизированными, повышение роли концедента проявляется в увеличении размеров концессионной платы, включении в соглашения требований о размещении заказов на изготовление оборудования, необходимого для освоения месторождений, являющихся объектом концессии, национальных производителей, трансфере технологических и управленческих ноу-хау и т.д.

Таблица 2.7 – Основные преимущества лизинга

Преимущества лизинга для лизингополучателя	Преимущества лизинга для лизингодателя
<p>Возможность расширения производства и обеспечения обслуживания необходимых основных фондов без крупных единовременных затрат и необходимости привлечения заемных средств, что особенно важно в условиях отсутствия свободных денежных средств и ликвидных залогов у большинства предприятий малого и среднего бизнеса, работающих в реальном секторе экономики Более низкая стоимость и высокая гибкость по сравнению с обычным банковским кредитом (вследствие наличия дополнительных налоговых льгот по лизингу и возможности оптимизации схемы выплат за пользование лизинговым имуществом) Отнесение лизинговых платежей на расходы по производству и реализации продукции, позволяющее уменьшать налогооблагаемую прибыль Возможность использования ускоренной амортизации с коэффициентом 3 (ранее было показано, что в остальных случаях применяется коэффициент, равный 2) Возможность переноса риска случайной гибели имущества при оперативном лизинге на лизингодателя, являющегося собственником имущества Возможность использования опыта лизинговой компании в разработке бизнес-плана инвестиционного проекта обновления основных фондов лизингополучателя</p>	<p>Возможности расширения инструментов финансирования для банков и их дочерних лизинговых организаций, позволяющие им диверсифицировать свою деятельность и повысить устойчивость функционирования Уменьшение риска финансирования ввиду сохранения права собственности на лизинговое имущество до полного погашения его стоимости лизинговыми платежами Наличие предусмотренных законодательством налоговых льгот, повышающих эффективность лизинга</p>

Уделяется в законодательстве должное внимание и защите интересов концессионера, для обеспечения которой предусматриваются:

- право на возмещение убытков, причиненных ему в результате незаконных действий (бездействия) органов государственного управления;
- обеспечение иностранным концессионерам режима деятельности, не менее благоприятного, чем режим деятельности, предоставленный

российским концессионерам, исключающего применение мер дискриминационного характера, препятствующих праву иностранного концессионера свободно распоряжаться инвестициями, полученными доходами, в соответствии с законодательством Российской Федерации;

- предоставление концессионеру гарантий компенсации при национализации и реквизиции имущества концессионера путем возмещения стоимости имущества и других убытков, включая упущенную выгоду;

- распространение на концессионера стабилизационной оговорки, гарантирующей сохранение его доходов при неблагоприятном изменении законодательства в период действия концессионного соглашения.

Типология концессий представлена в табл. 2.8. [19].

Таблица 2.8 - Основные типы концессий и объекты концессионных соглашений

Типы концессий	Объекты концессионных соглашений
На природопользование	• Пользование недрами и другими природными ресурсами
Инфраструктурные: а) строительство и/или эксплуатация объектов производственной и социальной инфраструктуры б) строительство и/или эксплуатация объектов муниципального и коммунального хозяйства в) строительство и/или эксплуатация объектов сельского хозяйства	• Объекты железнодорожного транспорта и автомобильных дорог, дорожного хозяйства, трубопроводов, гидротехнических сооружений, морских, речных и аэропортов, железнодорожных станций, вокзалов и терминалов, линий связи, объекты по производству, передаче и распределению электрической и тепловой энергии, объекты туризма, гостиничного хозяйства, культуры, науки, здравоохранения, образования и др. • Объекты водо-, электро-, тепло- и газоснабжения, городских инженерных сетей, общественного транспорта, коммунальных зданий и сооружений и др. • Различные инфраструктурные объекты сельского хозяйства (склады, элеваторы, заготовительные пункты и др.)
На управление имуществом	• Управление имуществом, находящимся в государственной или муниципальной собственности

Прочие	<ul style="list-style-type: none"> • Осуществление отдельных видов деятельности, исключительное право на которые принадлежит концеденту (предоставление почтовых услуг, сбор налогов для муниципалитетов и др.)
--------	--

Одной из характерных тенденций в области предоставления концессий является относительное снижение доли концессий на природопользование с одновременным увеличением доли концессий в области инфраструктуры и управления государственным имуществом. Для России это имеет особое значение, поскольку именно отсутствие адекватной современным требованиям инфраструктуры и недостаточно эффективное управление государственной собственностью являются важными факторами, противодействующими ее динамичному социально-экономическому развитию.

Анализ мирового опыта свидетельствует об эффективности использования трех основных видов предоставления таких концессий¹:

1. Использование механизма BOT (Build, Operate, Transfer). Инфраструктурный объект создается или реконструируется за счет концессионера, после чего эксплуатируется им в течение срока, достаточного для окупаемости (потом безвозмездно передается собственнику). С использованием механизма BOT был построен ряд электростанций в Турции, Таиланде и Вьетнаме, системы водоснабжения в Аргентине и Чили, автостреды в Южной Корее и Малайзии, аэропорты в Египте, Греции, Канаде и США и т.д.

2. Использование механизма ROT (Rehabilitate, Own, Transfer). Передача объекта, находящегося в государственной собственности, в частные руки на условиях осуществления модернизации с последующей эксплуатацией при принятии концессионером ряда ограничений (с возвратом собственнику или выкупом концессионером).

3. Контракт на управление. Объект, находящийся в государственной собственности, передается в управление специализированной управляющей компании, которая получает прибыль за счет снижения издержек функционирования управляемого объекта. По этому принципу работают, например, широко распространенные в США энергосервисные компании, оказывающие услуги по снижению энергопотребления государственным организациям и частному сектору. Они инвестируют в энергосбережение под гарантию сохранения объемов оплаты электроэнергии в течение срока действия заключенного договора. Поскольку фактические объемы затрат на электроэнергию снижаются вследствие внедрения энергосберегающих технологий, полученная экономия является

единственным источником доходов рассматриваемых компаний.

В ближайшей перспективе концессионные механизмы имеют все шансы получить широкое распространение, стать значимым фактором формирования благоприятного инвестиционного климата, согласования долгосрочных интересов государства и бизнеса и инвестиционного обеспечения развития инфраструктуры.

Существует и целый ряд других механизмов привлечения ресурсов негосударственного сектора экономики к реализации различных инвестиционных проектов (подробнее об этом см.¹). В их числе заключение соглашений о разделе продукции, трансформация в инвестиции сбережений населения на основе развития ипотечного кредитования жилищного строительства, создание благоприятных режимов инвестиционной деятельности в особых экономических зонах²:

Соглашение о разделе продукции — договор, в соответствии с которым Российская Федерация представляет субъекту предпринимательской деятельности на возмездной основе и на определенный срок исключительные права на поиск, разведку, добычу минерального сырья на участке недр, указанном в соглашении, и на ведение связанных с этим работ, а инвестор обязуется осуществить проведение указанных работ за свой счет и на свой риск.

Ипотека — особый тип договора, по которому одна сторона — залогодержатель, являющийся кредитором по обязательству, обеспеченному ипотекой, имеет право получить удовлетворение своих денежных требований к должнику по этому обязательству из стоимости заложенного недвижимого имущества другой стороны — залогодателя преимущественно перед другими кредиторами залогодателя.

Особая экономическая зона — определяемая Правительством Российской Федерации часть территории Российской Федерации, на которой действует особый режим ведения предпринимательской деятельности. Назначение ОЭЗ заключается в том, чтобы, становясь центром притяжения капитала, они не только получали импульс для своего динамичного развития, но и формировали позитивный имидж страны за ее пределами, способствовали решению социально-экономических проблем соседних регионов.

Следует отметить, что привлечение внешних инвесторов к реализации инвестиционных проектов часто требует продуманной государственной поддержки. Кроме косвенных методов такой поддержки, рассмотренных выше, применяется и прямое бюджетное финансирование инвестиций, о котором пойдет речь в следующем параграфе [19].

Бюджетные инвестиционные ресурсы

Несмотря на сформировавшуюся тенденцию снижения доли бюджетных средств в общем объеме финансирования инвестиций в основной капитал, роль государства в инвестиционном процессе нельзя недооценивать. Безусловно, необходимо пересмотреть вполне традиционное отношение к бюджетным источникам финансирования как к средствам своеобразного спонсора, которые можно расходовать без особого контроля и учета эффективности. Наоборот, чем острее дефицит бюджетных средств, направляемых на инвестирование, тем выше уровень требований к их эффективному использованию. К наиболее перспективным формам непосредственного участия государства в инвестиционном процессе следует отнести осуществление федеральных целевых программ (далее — ФЦП) и их региональных аналогов, а также создание и обеспечение эффективного функционирования институтов развития с государственным участием.

Как известно, использование программно-целевых методов управления представляет собой важный инструмент решения сложных проблем преодоления кризисных явлений в экономике и социальной сфере. При помощи осуществления научно обоснованных государственных программ должны достигаться конкретные цели структурной, инвестиционной, научно-технической, социальной, экологической политики с учетом приоритетов и целей социально-экономического развития страны.

Целевая программа— увязанный по задачам, ресурсам и срокам осуществления комплекс научно-исследовательских, опытно-конструкторских, производственных, социально-экономических, организационно-хозяйственных и других мероприятий, обеспечивающих эффективное решение задач в области государственного, экономического, экологического, социального и культурного развития Российской Федерации.

Для того чтобы реализовать на практике основную идею программно-целевого подхода — концентрации ограниченных ресурсов на решении приоритетных задач социально-экономического развития, применяются следующие критерии отбора проблем для программной разработки и последующего финансирования из федерального бюджета, предусмотренные порядком разработки ФЦП и дополненные Министерством экономического развития и торговли РФ:

а) концентрация средств на наиболее эффективных и социально значимых программах и проектах, реализация которых будет осуществляться в рамках полномочий, находящихся в ведении Российской Федерации;

б) принципиальная новизна и высокая эффективность в перспективе осуществляемых технических, организационных и иных программных мероприятий;

в) отсутствие в основном альтернативных источников финансирования программ, помимо государственных;

г) взаимоувязанность программных мероприятий, требующая целевого управления межотраслевыми связями технологически сопряженных отраслей и производств в ходе их реализации;

д) обеспечение технологической модернизации российской экономики и развитие экспорта наукоемкой продукции;

е) высокая эффективность и значимые социально-экономические и экологические последствия от реализации программы.

В ходе экспертизы рассматриваемых программ большое внимание уделяется ожидаемой эффективности их реализации. В частности, для оценки эффективности социально-экономических и экологических последствий осуществления целевых программ в реальном секторе экономики в соответствии с действующим нормативно-правовым обеспечением применяются такие показатели, как снижение энергоемкости, материалоемкости и трудоемкости на единицу выпускаемой продукции, рост объемов выпускаемой продукции. Для целевых программ в социальной сфере используются показатели, отражающие рост доходов на душу населения, создание новых рабочих мест, для программ в сфере экологии — показатели, отражающие изменение экологической обстановки и степень достижения нормативного качества окружающей среды.

По ряду объективных причин бюджетные инвестиции, выделяемые на реализацию целевых программ, все в большей степени направляются на развитие инфраструктуры и социальной сферы. В условиях ограниченности ресурсов у государства нет возможностей для широкомасштабной поддержки реального сектора экономики и главным направлением оживления инвестиционной активности в этих сферах остается стимулирование частных инвестиций. В то же время негосударственный сектор экономики проявляет склонность к инвестированию лишь тех проектов, которые способны обеспечить быстрый возврат вложенных средств. Финансирование развития социальной сферы в разрезе прошедших экспертизу целевых программ очевидно не сулит мгновенной отдачи, а ожидаемый эффект зачастую невозможно выразить в стоимостном измерении.

Финансирование из бюджета объектов, включенных в федеральные целевые программы, осуществляется в рамках ежегодно утверждаемой федеральной адресной инвестиционной программы (ФАИП), аналоги которой есть и в большинстве российских регионов. Основанием для реализации ФАИП является специальное «Положение о формировании

перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд и их финансировании за счет средств федерального бюджета»¹. В соответствии с этим положением ФАИП, являющаяся составной частью федерального бюджета на очередной финансовый год, включает:

а) программную часть, т.е. объемы расходов на государственные капитальные вложения, предусматриваемые на реализацию федеральных и ведомственных целевых программ (подпрограмм);

б) непрограммную часть, состоящую из конкретных проектов, не включенных в состав целевых программ, но по разным причинам сохраняющих статус приоритетных. Непрограммная часть ФАИП формируется на основе предложений, одобренных либо Президентом, либо Правительством Российской Федерации.

В целом не подлежит сомнению роль государственных программ как важнейшего инструмента решения социальных проблем, устранения структурных диспропорций, качественного повышения технико-технологического уровня производства. Однако, несмотря на большое внимание, уделяемое государством разработке и экспертизе ФЦП, результаты их осуществления пока не дают российской экономике значимых позитивных результатов. Повышение эффективности их реализации предполагает:

- рассмотрение конкретных программ, финансируемых из бюджета, только после определения контрольных показателей располагаемых ресурсов государства (жесткая реализация данного принципа позволит устранить или значительно уменьшить противоречие между возможностями государства и спросом на бюджетные средства); расширение полномочий и ответственности Экспертного совета при Правительстве РФ за выбор научно обоснованных приоритетов бюджетного финансирования государственных программ (конечная цель — снижение возможностей лоббирования отраслевых или региональных интересов в ущерб общегосударственным приоритетам);

- обеспечение независимости органов контроля эффективности государственных расходов;

- законодательное определение периодичности проверок и обязательных объемов предоставляемой контролирующим органам информации;

- законодательное разграничение бюджета текущих расходов и инвестиционного бюджета.

Роль последнего из перечисленных принципов особенно велика с точки зрения формирования стартового капитала *институтов развития с государственным участием*, которые могут рассматриваться в качестве

важного дополнения к разработке и реализации ФЦП при определении механизмов бюджетного финансирования инвестиций.

Институты развития с государственным участием — любые организации, уставный капитал которых полностью или частично сформирован за счет бюджетных средств с целью инвестиционного обеспечения роста конкурентоспособности национальной экономики.

При создании подобных институтов развития полезно обратить внимание на точку зрения классика менеджмента П. Друкера, считавшего абсолютно необходимым наличие двух бюджетов — бюджета текущих расходов и специального бюджета расходов перспективного развития, который должен оставаться стабильным и в хорошие, и в плохие времена. В одной из своих последних работ¹ он, в частности, пишет: «Специальный бюджет предназначен для достижения отдаленных целей и редко дает положительный результат, если не поддерживается на определенном неизменном уровне на протяжении длительного времени». Именно через институты развития с государственным участием средства специальных (а по сути — инвестиционных) бюджетов направляются в экономику для решения приоритетных проблем, стоящих перед государством.

Поскольку обеспечение стратегической конкурентоспособности национальной экономики, как правило, требует решения достаточно сложных и разноплановых проблем, функционирование рассматриваемых институтов должно строиться на принципах целостности, специализации, согласования интересов государства и бизнеса, прозрачности финансовых потоков. Их суть заключается в следующем:

- целостность — институты развития должны охватывать все (или большинство) приоритетные направления обеспечения стратегической конкурентоспособности экономики. С учетом особенностей таких направлений концентрация бюджетных инвестиционных ресурсов в единственном институте развития неоправдана. В этом проявляется единство принципов целостности и специализации функционирования институтов развития;

- специализация: а) по направлениям деятельности — поддержка высокотехнологичного экспорта; поддержка инноваций; развитие инфраструктуры; поддержка малого и среднего бизнеса и т.д.; б) по механизмам реализации проектов — предоставление кредитов; участие в капитале, предоставление гарантий и т.д.;

- согласование интересов государства и бизнеса — проявляется в

том, что реализуемые проекты, как правило, осуществляются на основе смешанного государственно-коммерческого финансирования и подвергаются не только государственной, но и корпоративной экспертизе, что дает возможность минимизировать риск системных ошибок при принятии инвестиционных решений;

- прозрачность финансовых потоков — заключается в создании прозрачной системы корпоративного управления институтами развития с государственным участием, с «встроенными» механизмами подотчетности и ответственности менеджеров за целевым и эффективным использованием имеющихся ресурсов.

К наиболее распространенным в мировой практике типам институтов развития относятся соответствующие фонды, специализированные агентства, частно-государственные партнерства и банки развития. Более многообразными являются подходы к созданию банков развития, дополняющих деятельность банковской системы. Их отличие от обычных коммерческих банков состоит в том, что получение максимальной прибыли не является ключевой задачей банков развития. Мировой опыт показывает, что банки развития различаются:

- по степени самостоятельности принятия инвестиционных решений (привлекают средства для решения правительственных задач или выбирают объекты инвестирования сами);

- по технологиям доступа к финансовым ресурсам (возможность использования ресурсов центральных банков или только средств акционеров);

- по применяемым механизмам инвестирования.

В отличие от ФЦП и их региональных аналогов институты развития с государственным участием не могут принимать к рассмотрению проекты, требующие стопроцентного бюджетного финансирования. В этом случае они не смогли бы реализовать одну из своих важных функций, заключающуюся в развитии отношений стратегического партнерства между государством и частным бизнесом.

Поэтому к основным методам участия институтов развития в приоритетных для государства инвестиционных проектах относятся предоставление гарантий по частным инвестициям и смешанного государственно-коммерческого финансирования приоритетных инвестиционных проектов. В случае предоставления гарантии у института развития с государственным участием возникает обязательство по возврату денежных средств инвестору в случае срыва реализации проекта не по его вине. При смешанном государственно-коммерческом финансировании инвестиционных проектов институт развития участвует в софинансировании

инвестиционного проекта в объеме и на условиях, предусмотренных действующим законодательством и заключенным договором с участниками проекта.

Следует отметить, что смещение акцентов в пользу предоставления государственных гарантий по инвестициям по сравнению с выделением «живых денег» вполне закономерно, поскольку является весомым резервом экономии бюджетных средств и позволяет ограниченными денежными ресурсами управлять реализацией нескольких приоритетных программ и проектов.

Также как и во многих развитых и развивающихся странах, институты развития с государственным участием находят свое место и в российской экономике. К ним в первую очередь можно отнести ОАО «Российский банк развития», Государственный специализированный российский экспортно-импортный банк («Росэксимбанк») и ОАО «Российский сельскохозяйственный банк» (Россельхозбанк). В целом результаты деятельности основных национальных институтов развития с государственным участием свидетельствуют о том, что они пока еще не оказывают должного влияния на повышение конкурентоспособности отечественной экономики. Основными причинами такого положения дел являются отсутствие вытязных приоритетов инвестиционной политики государства; слабая капитализация национальных институтов развития, не позволяющая им участвовать в реализации критической массы инвестиционных проектов; отвлечение части ресурсов на непрофильные виды деятельности, связанные не столько с реализацией инвестиционных приоритетов, сколько с ориентацией на зарабатывание текущих доходов путем осуществления операций на рынке ценных бумаг.

Повышению эффективности функционирования институтов развития будет способствовать недавно принятый Федеральный закон «О Банке развития»¹. Его основная цель состоит в практическом содействии реализации государственной инвестиционной политики в отраслях, определяемых Правительством РФ как приоритетные. В их числе финансирование инфраструктурных проектов, модернизация базовых отраслей промышленности, развитие экспортных отраслей, производящих продукцию с высокой долей добавленной стоимости, а также импортозамещающих производств и реализация проектов в сфере «новой» экономики.

Следует отметить, что идеология деятельности институтов развития с государственным участием нашла свое отражение в достижении консенсуса по вопросу о создании инвестиционного фонда для реализации инфраструктурных проектов общероссийского значения общей стоимостью не менее 5 млрд руб. и долей частного капитала в объеме их финансирования не менее 25%.

В перспективе роль рассматриваемых институтов в российской экономике существенно повысится. Планируется создание государственной корпорации, которая интегрирует все действующие в стране институты развития и обеспечит качественно новый уровень поддержки инфраструктурных проектов, создания новых высокотехнологических производств, экспорта продукции и услуг с высокой добавленной стоимостью.

Завершая настоящий параграф отметим, что, получив представления о возможных источниках финансирования инвестиционной деятельности, мы можем поставить перед собой задачу обоснования оптимальной структуры капитала, рассматриваемую ниже [19].

2.2 Финансовая реализуемость инвестиционных проектов

Финансовая реализуемость инвестиционного проекта — обеспечение такой структуры денежных потоков на каждом шаге расчета, при которой имеется достаточное количество денег для продолжения рассматриваемого проекта [19].

Из приведенного определения следует, что в качестве достаточного условия финансовой реализуемости проекта может рассматриваться условие неотрицательности накопленного сальдо денежного потока на каждом шаге расчета. В качестве шага расчета может выступать квартал, полугодие, год или другой промежуток времени, выбор продолжительности которого определяется спецификой самого проекта и его экономического окружения.

Рассматриваемое требование очень важно, поскольку обеспечение финансовой реализуемости является необходимым (но недостаточным) условием эффективности ИП. Действительно, если на любом шаге расчета денежные средства, предназначенные для финансирования реальных денежных выплат, отсутствуют, то возникает проблема привлечения дополнительных источников финансирования, решение которой обязательно повлияет на результаты определения основных оценочных показателей.

Следует отметить, что в практической деятельности предприятие — инициатор проекта зачастую сразу переходит к расчету основных показателей эффективности инвестирования, минуя определение финансовой реализуемости. Недооценка значимости такого определения может в конечном счете стать ключевой причиной принятия неоптимальных инвестиционных решений. Кроме того, если финансовая нереализуемость проекта будет выявлена потенциальным инвестором при его экспертизе, то вполне вероятно, что он сочтет проработку бизнес-плана проекта некачественной и откажется от участия в его финансировании, даже если привлечение дополнительных ресурсов для обеспечения финансовой реализуемости не будет критичным для позитивной оценки эффективности

проекта. Проиллюстрируем методику определения финансовой реализуемости числовым примером расчетов (табл. 2.9).

Данные, приведенные в табл. 2.9, показывают, что ИП, генерирующий рассмотренные денежные потоки, отвечает требованиям финансовой реализуемости, поскольку условие неотрицательности накопленного сальдо выполняется на любом шаге расчета. Причем в данном случае требование финансовой реализуемости выполняется с большим запасом, поскольку неотрицательным является не только накопленное, но и суммарное сальдо денежного потока в любой момент времени реализации ИП.

Таблица 2.9 – Расчет накопленного сальдо денежного потока для оценки финансовой реализуемости инвестиционного проекта

Показатели сальдо денежного потока	Номер шага расчета				
	1	2	3	4	5
<i>Производственная деятельность</i>					
Денежные поступления	0	20,3	24	26	28
Денежные выплаты	0	18	21	23	23,5
Сальдо	0	2,3	3	3	4,5
<i>Финансовая деятельность</i>					
Денежные поступления	5	0	0	0	0
Денежные выплаты	0	1,5	2,5	2,5	0
Сальдо	5	-1,5	-2,5	-2,5	0
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Денежные поступления	3	0	0	0	0
Денежные выплаты	8	0	0	0	0
Сальдо	-5	0	0	0	0
Суммарное сальдо денежного потока	0	0,8	0,5	0,5	4,5
Накопленное сальдо денежного потока	0	0,8	1,3	1,8	6,3

Изменим далее принятые исходные предпосылки расчета и

рассмотрим данные табл. 2.10. В ней в отличие от данных предыдущей таблицы принято допущение о том, что большая часть инвестиций по проекту финансируется из привлеченных средств (7 ед. вместо 5 ед.; см. строку «денежные поступления» по финансовой деятельности на первом шаге расчета). Это соответственно приводит к необходимости увеличения денежных выплат инвесторам в период реализации проекта (строка «денежные выплаты» на 2, 3 и 4-м шагах расчета)

Таблица 2.10 – Расчет накопленного сальдо денежного потока для оценки финансовой реализуемости инвестиционного проекта

Показатели сальдо денежного потока	Номер шага расчета				
	1	2	3	4	5
<i>Производственная деятельность</i>					
Денежные поступления	0	20,3	24	26	28
Денежные выплаты	0	18	21	23	23,5
Сальдо	0	2,3	3	3	4,5
<i>Финансовая деятельность</i>					
Денежные поступления	7	0	0	0	0
Денежные выплаты	0	1,5	3,5	3,5	0
Сальдо	7	-1,5	-3,5	-3,5	0
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Денежные поступления	1	0	0	0	0
Денежные выплаты	8	0	0	0	0
Сальдо	-7	0	0	0	0
Суммарное сальдо денежного потока	0	0,8	-0,5	-0,5	4,5
Накопленное сальдо денежного потока	0	0,8	0,3	-0,2	4,3

Проанализируем полученные результаты. Из них следует, что суммарное сальдо денежного потока является отрицательным на 3-м и 4-м шагах расчета. Однако из того, что рассматриваемое сальдо отрицательно на

3-м шаге, еще не следует вывод о финансовой нереализуемости проекта, поскольку накопленное сальдо денежного потока сохраняет положительное значение (в примере +0,3 ед.).

На 4-м шаге расчета отрицательным оказалось и суммарное, и накопленное сальдо денежного потока и в первом приближении появляются все основания констатировать, что проект финансово нереализуем. Но является ли данный вывод окончательным?

Для ответа на этот вопрос обратим внимание на то обстоятельство, что до сих пор при оценке финансовой реализуемости мы оперировали только денежными поступлениями и выплатами и никак не учитывали фактор времени. Однако свободный денежный поток в размере 0,8 ед., имеющийся на 2-м шаге расчета (из табл. 2.10 видно, что это величина накопленного сальдо денежного потока), мог бы быть размещен на рынке с определенной доходностью. То же самое относится и к свободному денежному потоку на 3-м шаге в размере 0,3 ед.

Тогда для оценки возможности компенсации отрицательного накопленного сальдо денежного потока на 4-м шаге дополнительно! доходностью размещения временно свободных денежных средств на рынке нам потребуются информация о величине этой доходности. Именно в этом и заключается учет фактора времени при оценке финансовой реализуемости ИП.

Пусть, например, каждый шаг равен 1 году, а безрисковая процентная ставка (доходность вложений в государственные ценные бумаги) равна 10%. Тогда дополнительный доход, получаемый на 2-м и 3-м шагах расчета от размещения временно свободных денежных средств на финансовом рынке, составит: $0,8 \times 0,1 + (0,3 + 0,8 \times 0,1) \times 0,1 = 0,08 + 0,038 = 0,118$.

Это означает, что даже с учетом дополнительного дохода нет возможности скомпенсировать отрицательное накопленное сальдо денежного потока по проекту, возникающее на 4-м шаге расчета ($0,118 < 0,2$; см. строку «накопленное сальдо денежной потока» в табл. 2.12), и рассматриваемый проект действительно следует признать финансово нереализуемым. На практике это означает необходимость поиска внешних источников финансирования, позволяющих «закрыть» образовавшуюся финансовую брешь и осуществить проект. Естественно, что в этом случае необходимо внести изменения и в последующие денежные потоки, принимая во внимание расчеты с инвесторами, предоставившими необходимые финансовые ресурсы.

Максимальная величина отрицательного накопленного сальдо денежного потока получила название «потребность в дополнительном финансировании». В ряде источников для характеристики данной величины

используется также термин «капитал риска». При прочих равных условиях чем выше капитал риска, тем более рискованным является реализация проекта (его возможные участники должны, например, учитывать вероятность того, что покрыть капитал риска будет просто нечем).

Отметим, что если в рассматриваемом примере безрисковая доходность будет равна не 10, а 20%, то вывод о финансовой реализуемости проекта изменится на противоположный. Подтвердим это результатами расчетов, представленными в табл. 2.11. В нее по сравнению с двумя предшествующими таблицами внесены принципиальные изменения в расчеты денежных потоков от инвестиционной деятельности, заключающиеся в принятии допущения о том, что временно свободные денежные средства, имеющиеся на 2-м и 3-м шагах расчета, инвестируются на финансовом рынке с доходностью 20% годовых. Естественно, что сальдо денежного потока на 2-м и 3-м шагах расчета стало равным нулю, так как размещение денежных средств в ценных бумагах равносильно появлению денежных выплат в размере цены их покупки (она равна имеющемуся свободному денежному потоку).

Таблица 2.11 – Расчет накопленного сальдо денежного потока для оценки финансовой реализуемости инвестиционного проекта

Показатели сальдо денежного потока	Номер шага расчета				
	1	2	3	4	5
<i>Производственная деятельность</i>					
Денежные поступления	0	20,3	24	26	28
Денежные выплаты	0	18	21	23	23,5
Сальдо	0	2,3	3	3	4,5
<i>Финансовая деятельность</i>					
Денежные поступления	7	0	0	0	0
Денежные выплаты	0	1,5	3,5	3,5	0
Сальдо	7	-1,5	-3,5	-3,5	0
<i>Инвестиционная деятельность</i>					
Денежные поступления	1	0	0,96	0,552	0
Денежные выплаты	8	0,8	-0,46	0	0
Сальдо	-7	-0,8	0,5	0,552	0
Суммарное сальдо денежного потока	0	0	0	0,052	4,5

Накопленное сальдо денежного потока	0	0	0	0,052	4,552
-------------------------------------	---	---	---	-------	-------

Таким образом, в связи с возможностью получения дополнительного дохода от размещения на финансовом рынке свободных денежных средств, генерируемых проектом на предшествующих шагах, скорректированное по сравнению с табл. 2.11 накопленное сальдо оказалось положительным на любом шаге расчетов, т.е. требование финансовой реализуемости проекта все же выполняется.

В «Методических рекомендациях» рассмотренная возможность названа «депозитным доходом», что не исчерпывает экономического содержания создания дополнительных фондов для компенсации ожидаемого отрицательного сальдо потока реальных денег на одном из шагов расчета. Действительно, дополнительный доход может быть получен не только за счет размещения средств в банковских депозитах, но и путем эффективных операций с государственными и (или) корпоративными ценными бумагами. Принимаемая для выполнения конкретных расчетов величина доходности инвестирования зависит от используемого метода определения нормы дисконтирования.

Аналитическая форма записи условия финансовой реализуемости ИП следующая:

$$D_t = \beta_0 \times d_0 \times (1 + E)_t + \beta_1 \times d_1 \times (1 + E)^{t-1} + \dots + \beta_{t-1} \times d_{t-1} \times (1 + E) + \dots + \beta_t \times d_t > 0 \text{ для любого } t, \quad (2.34)$$

где D_t — накопленное сальдо денежного потока на t -м шаге расчета; d_t - сальдо денежного потока на t -м шаге расчета; β_t — доля сальдо денежного потока на t -м шаге, используемая для получения дополнительного дохода на финансовом рынке; E — безрисковая ставка дохода от размещения средств на финансовом рынке (целесообразно принимать равной норме дисконтирования).

Соответственно методика оценки капитала риска и обеспечения финансовой реализуемости проекта может быть представлена в виде следующей блок-схемы (рис. 2.5).

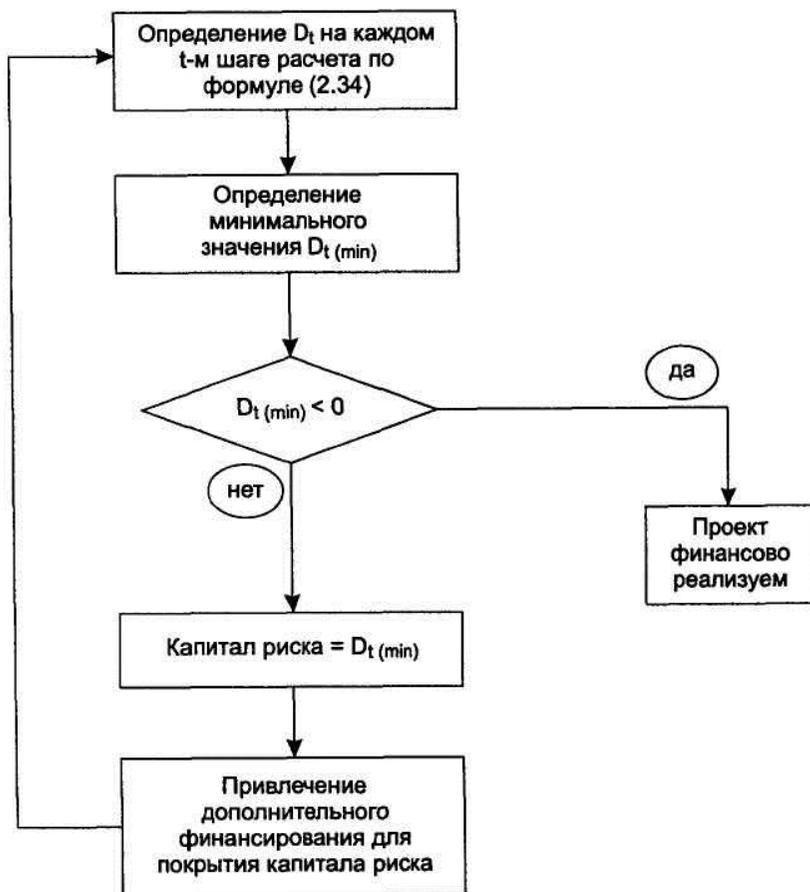


Рисунок 2.5 - Методика оценки капитала риска и обеспечения финансовой реализуемости проекта

Приведенные выше примеры, расчетная формула и блок-схема раскрывают сущность понятия «финансовая реализуемость» проекта и инструментарий ее оценки, а также дают ключ к анализу соотношения понятий «финансовая реализуемость» и «экономическая эффективность» проекта. Это особенно актуально потому, что даже в «Методических рекомендациях» допускается их неоправданное смешение. В них, в частности, показатель потребности в дополнительном - один из показателей эффективности ИП, в то время как с учетом изложенного очевидно, что единственной областью его применения является оценка финансовых

возможностей осуществления проекта.

Безусловно, расчеты эффективности для финансово нереализуемых проектов лишены всякого смысла. Но, с другой стороны, финансово реализуемый проект может оказаться и неэффективным для его участников. И это вполне естественно, поскольку между возможностью и целесообразностью осуществления проекта прямой связи нет. Именно поэтому, определившись с требованиями к финансовой реализуемости проекта, необходимо перейти к более детальному рассмотрению методов оценки его эффективности [19].

2.3. Коммерческая, бюджетная и общественная эффективность инвестиций

В зависимости от субъекта принятия инвестиционных решений — предприятие или инвестиционный институт; органы исполнительной власти на различных уровнях бюджетной системы; общество в целом — оценка эффективности инвестирования имеет определенную специфику. Ранее мы уже обращали внимание на данное обстоятельство, вводя понятия коммерческой, бюджетной и социальной нормы дисконтирования. Используя данную аналогию, рассмотрим следующие определения общественной, коммерческой и бюджетной эффективности реализации ИП [19].

***Общественная эффективность ИП** — система показателей, учитывающих социально-экономические последствия осуществления проекта, включая внешние эффекты и общественные блага, и характеризующих целесообразность его осуществления для общества в целом.*

***Коммерческая эффективность ИП** — система показателей, характеризующих целесообразность реализации проекта для предприятия-инициатора и (или) внешнего частного инвестора. Рассчитывается всеми участниками проекта из негосударственного сектора экономики.*

***Бюджетная эффективность ИП** — система показателей, характеризующих целесообразность реализации проекта для бюджетов различных уровней. Может рассчитываться как для консолидированного бюджета, так и отдельно для федерального бюджета, бюджета субъекта Федерации или муниципального бюджета в зависимости от того, с какого уровня бюджетной системы выделяются инвестиции для реализации проекта.*

Принципиальная двухэтапная схема оценки эффективности инвестиционных проектов, рекомендованная в «Методических рекомендациях», представлена на схеме 2.6. В соответствии с

рассматриваемой схемой на первом этапе рассчитываются показатели эффективности проекта в целом с целью укрупненной оценки проектных решений и создания условий для последующего поиска инвесторов.

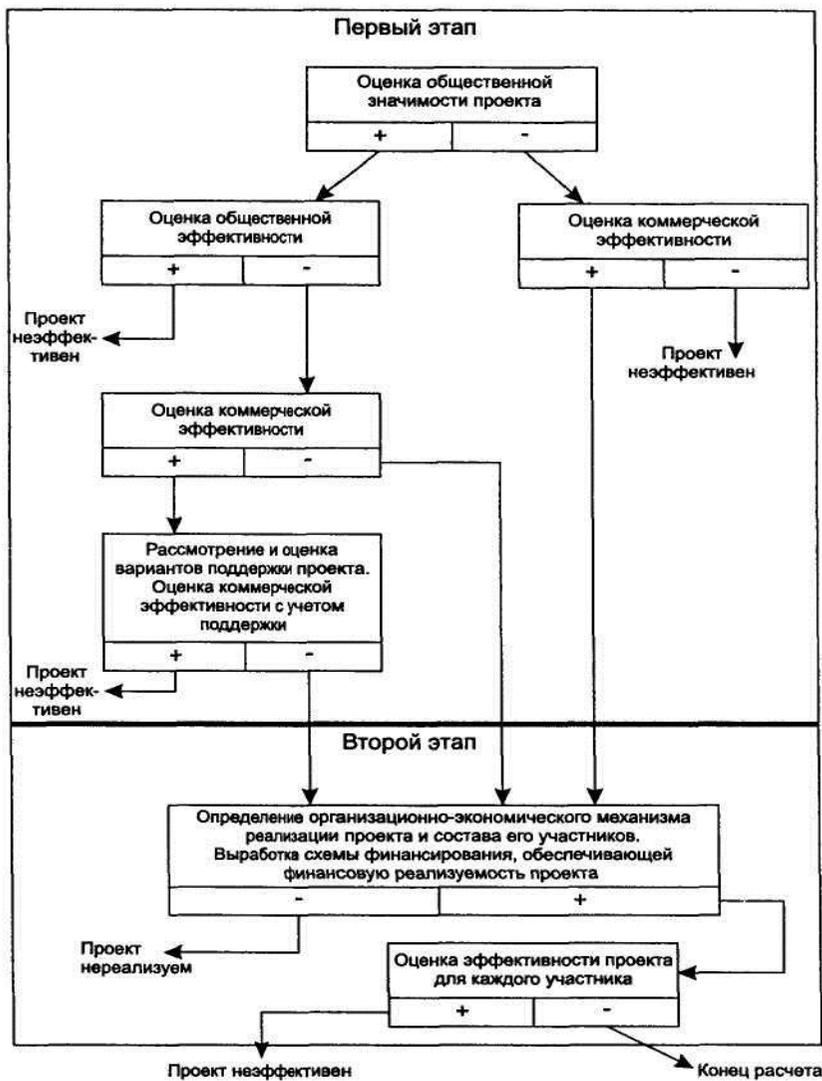


Рисунок 2.6 - Принципиальная схема оценки эффективности

инвестиционного проекта [19]

Наиболее существенными особенностями этого этапа являются:

1) оценка общественной значимости и общественной эффективности проекта.

Необходимость подобной оценки часто совершенно несправедливо недооценивается. При прочих равных условиях инвестиционный проект, имеющий высокую коммерческую эффективность, но наносящий ущерб обществу, реализовываться не должен. Например, инвестирование развития импорта готовой продукции с высокой добавленной стоимостью не может быть отнесено к общественно значимым проектам. Их реализация дает возможность развиваться национальным товаропроизводителям, поскольку все стадии переработки сырья выполняются за пределами страны. Не лучший вариант — сырьевой экспорт, так как это сырье перерабатывается в других странах, и именно, они оставляют на своей территории максимальную добавленную стоимость.

Более того, в зависимости от особенностей реализации инвестиционных проектов (влияния на изменение экспорта и импорта, наличия или отсутствия репатриации прибылей и т.д.) значения мультипликаторов и воздействие инвестиций на развитие экономики могут быть не только положительными (осуществление инвестиционного проекта становится катализатором развития взаимосвязанных отраслей), но и отрицательными (совокупность инвестиционных проектов приводит к торможению развития отдельных отраслей экономики).

Так, если прирост экспорта продукции обрабатывающей промышленности имеет положительный мультипликатор практически для всех отраслей, то наличие импорта комплектующих и репатриация прибылей способны сделать проект «вредным» для экономики страны в целом, хотя частный эффект (для самого предприятия — инициатора проекта) будет положительным.

Показательно, что для нефтегазовой отрасли росту инвестиций при значительном использовании импортных комплектующих и репатриации прибыли даже на фоне стабильного экспорта могут соответствовать отрицательные значения мультипликатора. Например, при освоении нефтяных месторождений на тихоокеанском шельфе по проекту «Сахалин-2» зарубежные партнеры ориентированы на размещение заказов по производству труб в Японии и США, несмотря на то, что импортные трубы дороже отечественных. Здесь не только прямая потеря внутреннего рынка для российских металлургов, но и отрицательный мультипликатор воздействия на народное хозяйство через цепочки межотраслевых взаимодействий. Это именно тот случай, когда интересы отраслевые и региональные (в

конкретном случае — развития нефтегазового комплекса Сахалинской области) противоречат интересам народнохозяйственным.

В то же время высокой общественной значимостью отличаются национальные проекты в сферах образования, здравоохранения, обеспечения населения доступным жильем, развития агропромышленного комплекса. Учитывая, что в ближайшей перспективе российская экономика может столкнуться с энергетическими ограничениями, аналогичным образом можно оценить и совокупность проектов, направленных на снижение ее энергоемкости.

Следует также учитывать, что при реализации проектов с высокой общественной значимостью можно рассчитывать на получение разнообразной государственной поддержки, а обоснование эффективности их реализации, как правило, проводится с использованием пониженной (социальной) нормы дисконта;

2) оценка эффективности проекта с позиций единственного участника, реализующего его за счет собственных средств¹.

Поскольку эффективный проект должен обеспечивать уровень отдачи на единицу вложенного капитала, превышающий норму дисконтирования, в подобном подходе есть своя экономическая логика. Ранее (§ 2.2) было показано, что собственный капитал является наиболее дорогим и соответствующая ему ставка дисконтирования максимальна. Поэтому можно предположить, что если рассматриваемый проект окажется эффективным при его реализации инициатором исключительно за счет собственных средств, то при условии частичного привлечения внешних инвесторов показатели эффективности только улучшатся. Здесь, однако, не следует стремиться к полному замещению собственных (или привлекаемых на долевой основе) ресурсов заемными. При превышении удельного веса долгового финансирования психологически важного уровня 50% инвестор, как правило, переоценивает свои риски в сторону повышения. А это может привести к тому, что средневзвешенная стоимость капитала с высокой долговой нагрузкой увеличится по сравнению с первоначально принятой ставкой дисконтирования собственного капитала.

На втором этапе уточняется состав участников проекта и определяется финансовая реализуемость и эффективность участия в проекте каждого из них. Если выполненная на первом этапе оценка эффективности инвестирования дала положительный результат, а на втором этапе все же не удастся согласовать интересы участников проекта вследствие отрицательной эффективности участия в проекте хотя бы одного из них, то проблема скорее всего кроется в неверном определении нормы дисконтирования на первом этапе расчетов. Другая возможная причина —

несогласие инвесторов с прогнозом денежных поступлений и выплат по проекту, проявляющаяся в более пессимистичной оценке по сравнению с инициатором проекта ожидаемых значений сальдо денежного потока.

При определении показателей общественной эффективности необходимо учитывать следующее:

- предполагается, что субъектом, заинтересованным в объективной оценке общественной эффективности инвестирования, является население, проживающее в границах государства, на территории которого реализуется ИП. Хотя, например, при осуществлении крупных природопреобразующих проектов это не совсем верно. В частности, увеличение объемов водопотребления в верховьях рек, протекающих по территории нескольких стран, может привести к дефициту воды в их нижнем течении. Строительство химического завода в приграничной зоне содержит риск ухудшения экологической обстановки в соседней стране из-за наличия неконтролируемых трансграничных переносов выбросов в атмосферу и т.д. В этих случаях задача оценки общественной эффективности ИП осложняется и требует детального межстранового согласования;

- при прогнозировании денежных потоков особое внимание уделяется стоимостной оценке последствий осуществления данного проекта в смежных сферах экономики, включая социальную и экологическую. Хотя соответствующий принцип оценки эффективности ИП является одним из важнейших и должен обязательно учитываться также и в расчетах коммерческой и бюджетной эффективности инвестирования, именно при определении общественной эффективности его роль еще более повышается. Если, например, экологические последствия проекта не находят адекватного отражения в рыночных ценах, то они будут, скорее всего, просто проигнорированы предприятием — инициатором проекта или частным инвестором, определяющим свою коммерческую эффективность участия в проекте. Для общества в целом такой подход неприемлем, поскольку сама суть оценки общественной эффективности заключается в базовом допущении о том, что общество самостоятельно несет все расходы, необходимые для осуществления проекта, и получает связанные с ним результаты;

- в составе оборотного капитала отражаются только запасы материальных ценностей и резервы денежных средств, предназначенных для расчетов с зарубежными дебиторами или кредиторами;

- при определении денежных поступлений и выплат пооперационной и финансовой деятельности в их состав не включаются любые виды платежей, при которых финансовые ресурсы передаются от одного участника проекта, включая государство, к другому (платежи, связанные с получением и обслуживанием кредитов; субсидии; дотации;

налоговые льготы и т.д.). Очевидно, что данное замечание имеет отношение лишь к тем участникам проекта, которые ведут свою деятельность на территории государства, для которого выполняется оценка общественной эффективности ИП (т.е. являются его резидентами);

- при определении денежных поступлений и выплат, связанных с расчетами с нерезидентами, учитывается роль конкретных товаров и услуг во внешнеторговом обороте страны. В частности, в «Методических рекомендациях» отмечается целесообразность оценки экспортной продукции по реальным ценам внешнеторговых контрактов за вычетом таможенных сборов, акцизов и расходов на доставку товара до границы, а импортозамещающей продукции и товаров, приобретаемых по импорту, — по цене замещаемой продукции в сумме с затратами на страховку и доставку. Что же касается затрат труда, то их рекомендуется оценивать исходя из средней годовой заработной платы одного работника либо для Российской Федерации в целом, либо для региона, в котором реализуется ИП, либо для рассматриваемой отрасли экономики.

Бюджетная эффективность реализации ИП оценивается во всех случаях, когда государство в лице федеральных и (или) региональных органов исполнительной власти выступает в качестве инвестора проекта¹ или предоставляет гарантии по частным инвестициям.

¹ Если государство не вкладывает в реализацию проекта денежные средства и не выступает гарантом по привлекаемым частным инвестициям, в определении бюджетной эффективности нет необходимости, поскольку она заведомо положительна за счет налоговых поступлений.

К поступлениям денежных средств для расчета бюджетной эффективности относятся:

- поступления от налогов, пошлин, сборов и платежей во внебюджетные фонды, предусмотренные действующим законодательством;
- доходы от лицензирования, конкурсов и тендеров на проектирование, строительство и эксплуатацию объектов, предусмотренных проектом;
- доходы от предоставления государственных гарантий частным инвесторам;
- платежи в погашение различных видов кредитов (инвестиционных, налоговых), выданных из бюджета участникам проекта;
- дивиденды по принадлежащим исполнительным органам государственного управления на федеральном и (или) региональном уровне акциям или облигациям, выпущенным в связи с реализацией ИП.

Определенную специфику в расчеты бюджетной эффективности

инвестирования вносит установленное законодательно распределение налоговых поступлений между различными уровнями бюджетной системы. Если, например, таможенные пошлины поступают только в федеральный бюджет, а налог на имущество — только в бюджеты субъектов Федерации, то подобное распределение должно найти свое отражение и в расчетах бюджетной эффективности инвестирования. То есть в составе доходов должны учитываться не все без исключения бюджетные поступления, а лишь те, которые имеют непосредственное отношение к данному бюджету.

В целом в Российской Федерации имеет место избыточная централизация налоговых поступлений на федеральном уровне, сдерживающая инвестиционную активность в регионах. Действительно, муниципалитету зачастую просто нет смысла вкладывать свои средства в развитие нового производства, поскольку подавляющую часть генерируемых им налоговых поступлений получают более высокие уровни бюджетной системы. В этих условиях бюджетная эффективность инвестиций, осуществляемых за счет средств муниципального бюджета, может оказаться отрицательной. Для того чтобы раскрыть инвестиционный потенциал российских регионов, необходимо:

- использовать в межбюджетных отношениях принцип бюджетной автономии. Его суть состоит в том, что федеральные налоги должны полностью поступать в федеральный бюджет, региональные — только в региональные бюджеты, местные — исключительно в бюджеты муниципалитетов;
- сформировать в составе фондов финансовой поддержки регионов специальный фонд субсидий на региональное развитие для обеспечения финансирования на долевого основе приоритетных инвестиционных проектов социального, экологического и инфраструктурного назначения;
- использовать природный подход к расщеплению федеральных налогов между уровнями бюджетной системы, обеспечивающий в совокупности с гарантией сохранения абсолютного размера федеральных трансфертов создание реальных стимулов повышения эффективности экономической политики в депрессивных регионах.

Смысл природного подхода заключается в стимулировании региональных органов власти к обеспечению прироста налогооблагаемой базы по федеральным налогам на вверенной им территории. Очевидно, что соответствующие приросты могут быть достигнуты прежде всего за счет осуществления инвестиционных проектов с высокой бюджетной эффективностью. В этом случае чем эффективнее региональные инвестиционные проекты, тем выше темпы прироста налоговой базы консолидированного бюджета и тем большая часть этого прироста будет

оставаться на местах.

При определении бюджетной эффективности необходимо также учитывать и соответствующие бюджетные выплаты. К ним относятся:

- предоставление бюджетных средств для покупки закрепляемой в государственной собственности части акций акционерного общества, создаваемого для реализации ИП;
- предоставление бюджетных средств в виде инвестиционного кредита;
- предоставление бюджетных субсидий и субвенций для реализации проекта.

***Субвенции** — бюджетные средства, предоставляемые бюджету другого уровня бюджетной системы Российской Федерации или юридическому лицу на безвозмездной и безвозвратной основах на осуществление определенных целевых расходов.*

***Субсидии** — бюджетные средства, предоставляемые бюджету другого уровня бюджетной системы РФ, физическому или юридическому лицу на условиях долевого финансирования целевых расходов¹.*

Дополнительному учету при определении денежных потоков для расчета бюджетной эффективности ИП подлежат изменение налоговых поступлений от предприятий, деятельность которых улучшается или ухудшается в результате реализации ИП; выплаты пособий лицам, теряющим работу вследствие реализации проекта; экономия выплат пособий по безработице вследствие создания в результате реализации ИП новых рабочих мест; выделение средств из бюджета для переселения и трудоустройства граждан в случаях, предусмотренных проектом. В «Методических рекомендациях» выделяется также ряд специфических принципов, используемых для расчета показателей коммерческой эффективности ИП. В их числе:

- использование предусмотренных проектом текущих (рыночных) или прогнозных цен на продукты, услуги и материальные ресурсы;
- расчет денежных потоков в валюте, в которой проектом предусматриваются приобретение ресурсов и оплата продукции;
- заработная плата с учетом отчислений (уплаты единого социального налога) включается в состав операционных издержек;
- если проект предусматривает одновременно и производство, и потребление продукции, то при моделировании потоков денежных средств отражаются затраты на ее производство, а затраты на ее потребление не

учитываются;

- если проектом предусматривается осуществление нескольких видов деятельности, то в расчетах учитываются поступления и выплаты по каждому из них.

В общем виде характеристика денежных потоков, используемых при определении коммерческой и бюджетной эффективности ИП, реализуемого при участии предприятия-инициатора, банка-кредитора и государства, приводится в табл. 2.12 [19].

Таблица 2.12 - Денежные поступления и выплаты участников проекта

Денежные потоки	Участники проекта		
	фирма – инициатор	банк-кредитор	государство
Поступления	Выручка от реализации производимой продукции; доходы от реализации излишнего	Получение процентов по кредиту; получение платежей в погашение основной	Налоговые поступления от участников проекта; увеличение налоговых поступлений от сторонних предприятий, обусловленное позитивным влиянием проекта на их финансовое положение;
			доходы от выпуска ценных бумаг под осуществление проекта; поступления от подоходного налога с заработной платы, начисленной за выполнение предусмотренных проектом работ; доходы от

Выплаты	Вложения в основную и оборотный капитал, связанные с реализацией проекта; текущие производственные расходы и затраты по реализации; налоги и сборы	Предоставление кредита; уплата налогов	Единовременные и текущие бюджетные ассигнования, связанные с осуществлением проекта; выплаты частным инвесторам по предоставленным государственным гарантиям в случае срыва проекта не по их вине; выплаты процентов по обязательствам, размещаемым на фондовом рынке для аккумулирования ресурсов под реализацию проекта
---------	--	--	---

Следует отметить, что для определения и общественной, и коммерческой, и бюджетной эффективности реализации ИП применяется единая система оценочных показателей: ЧДД, срок окупаемости, внутренняя норма доходности и пр.

3 Сущность управления инвестиционными проектами

3.1 Сущность управления инвестициями на предприятии

В отличие от инвестиционных проектов (далее - ИП), инвестиции в бизнесе воспринимаются как денежные средства и иное имущество, вкладываемые для получения доходов, прибыли и других полезных эффектов в объекты предпринимательской деятельности. Это широкое понятие, захватывающее в состав своей реализации такое инструментальное средство, как ИП. Инвестиционная деятельность компании – это существенная часть ее хозяйственной деятельности, которая совместно с операционным циклом решает задачи реализации стратегии. Управление инвестициями является одним из компонентов управления бизнесом, тесно связанным с подсистемами стратегического, финансового и инновационного управления.

Под управлением инвестициями следует понимать деятельность, включающую процессы выбора направлений и объектов инвестирования, управления ИП, анализа и регулирования инвестиционной деятельности. В данные управленческие действия включаются также обеспечивающие процессы методического, регламентационного совершенствования, автоматизации и управленческого учета. Целями управления инвестициями являются максимизация стоимости бизнеса как капитала и достижение стратегических целей в установленные сроки [20].



Рисунок 3.1 - Иерархия инвестиционного управления на предприятии [20]

Управление инвестиционным проектом – это деятельность, включающая следующие этапы: планирование, организацию, мотивацию, контроль и регулирование хода ИП, направленная на получение результата инвестиционной задачи в условиях ограничений по сроку, бюджету, уровням рисков и качества. Реализация процессов управления инвестициями имеет циклическую природу, реализуемую регулярно и поэтапно. Основные этапы менеджмента в инвестиционной сфере на корпоративном уровне представлены на рисунке 3.2.

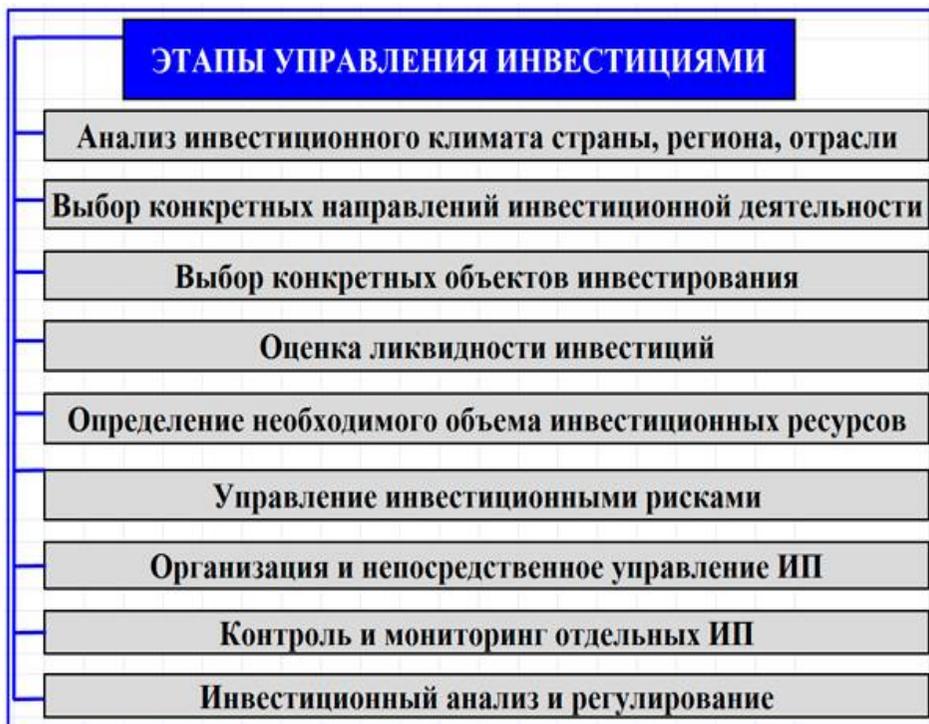


Рисунок 3.2 - Схема последовательности этапов управления инвестициями [20]

Из представленной схемы следует, что акцент в инвестиционном менеджменте делается в большей степени на финансовую составляющую выбора, оценку, контроль и анализ ИД. Общие управленческие акценты сфокусированы на этапах управления ИП и рисками. В завершение настоящего раздела приводятся основные принципы, применяемые для

настройки управленческих кондиций для целей повышения их эффективности [20].

1. Принцип соответствия стратегическим целям развития.
2. Принцип интегрированности с общей системой управления компанией.
3. Принцип избирательности при выборе вариантов принятия управленческих решений.
4. Принцип гибкости в принятии корректирующих решений с учетом изменяющихся внешних и внутренних условий.
5. Принцип универсальности используемых инвестиционных и аналитических инструментов.
6. Принцип стандартизации оформления.
7. Принцип персонализации ответственности за каждое инвестиционное решение и его исполнение.

3.2 Основные понятия управления инвестиционными проектами

Управленческая точка зрения на инвестиционный проект предполагает его рассмотрение не только в качестве объекта регламентированного воздействия. Проект как комплекс мероприятий и работ, выполняемых в условиях ограничений, имеет также инвестиционную составляющую. В первую очередь, ИП принимается под управление как инвестиционное событие, с вложенным в него набором финансовых, материальных, интеллектуальных и трудовых ресурсов. Данные ресурсы планируются и управляются в моменты их преобразования в новую вещественную или нематериальную форму, а также в момент прекращения ИП его исполнением [20].

Планирование проекта предусматривает определенный финансовый результат и достижение целей, включая материально-вещественные результаты. Если проект значимый, планирование основано на таких понятиях, как миссия, стратегия и результат ИП. Миссия проекта выражает его генеральную цель, корневую причину его реализации, лежит в основе формулирования основной задачи ИП с позиции его будущих продуктов (услуг, продукции, средств производства, рынков и технологий). Стратегия ИП – основной контекст направлений действий, определяющих успех проекта в соответствии с его миссией. Как любая управленческая стратегия, она состоит из:

- стратегического анализа;
- разработки стратегии;
- ее реализации.

Результатом проекта является его продукт и вторичные полезные эффекты. Системная совокупность управленческой деятельности подразумевает взаимодействие ряда элементов, которые также подлежат определению для дальнейшего их применения.

1. Проектная структуризация.
2. Функции управления ИП.
3. Подсистемы управления ИП.
4. Жизненный цикл ИП.
5. Методы управления ИП.

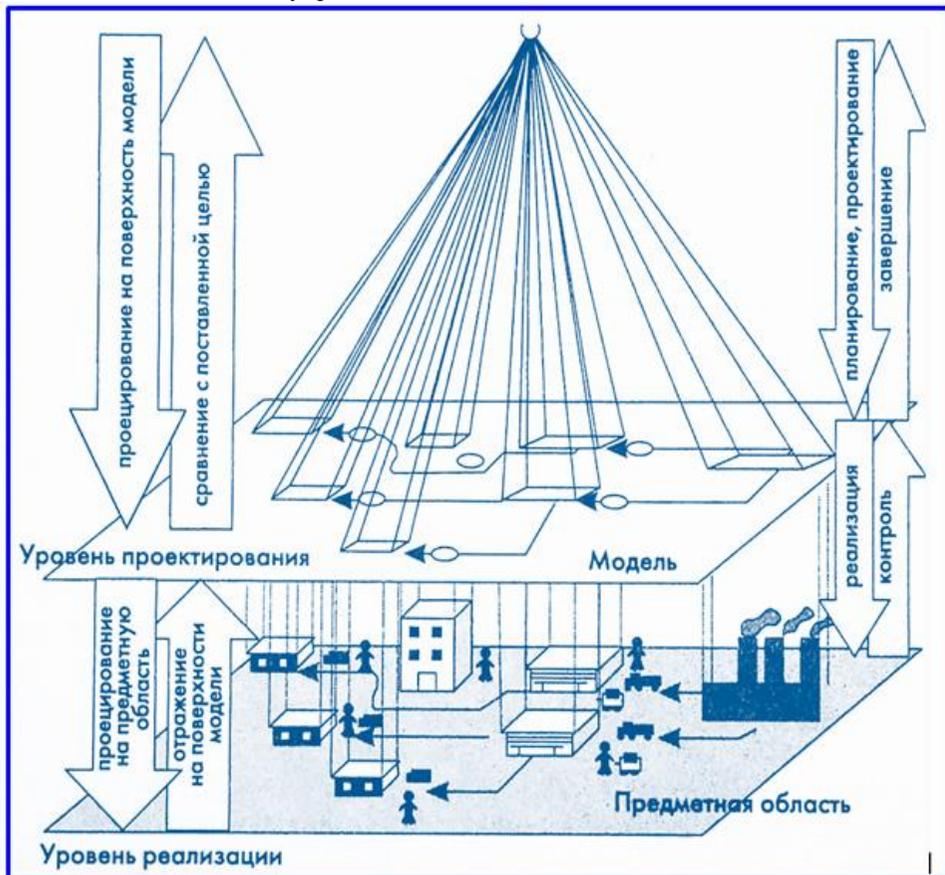


Рисунок 3.3 - Схема управления ИП через проецирование структурной модели [20]

Управление инвестиционными проектами базируется на принятой организационной структуре с позиции реализации проектной доктрины управления. Вместе с тем, организационный контекст – это только часть комплекса мер по структуризации ИП. Под ней мы понимаем декомпозицию проектной модели на структурные подсистемы, позволяющие эффективнее управлять проектом в целом. Структурированная модель как бы переводится с уровня проектирования на реализационный уровень (смотрите схему, представленную выше). Процедура структуризации относится к разделам функции планирования. Среди ее результатов ведущие места занимают матрица ответственности и иерархическая структура работ. К функциям управления ИП мы относим действия по:

- анализу;
- планированию и составлению проектного бюджета;
- организации исполнения и принятию решений;
- контролю и мониторингу;
- оценке и отчетности;
- экспертизе, проверке и приемке;
- учету и администрированию.

3.3 Параметры управления и жизненный цикл ИП

Инвестиционный проект имеет значительное число показателей, которые подвергаются планированию, контролю и регулированию в процессе управления. Рассмотрим список параметров, которые отслеживаются управляющей системой.

1. Виды и объемы запланированных работ.
2. Трудоемкость и продолжительность этапов ИП (сроки и продолжительность фаз, этапов и операций, резервы времени, уровень связей между работами).
3. Бюджет ИП (оттоки, притоки денежных средств, сопутствующие издержки).
4. Потребные для реализации ИП ресурсы (трудовые, финансовые, материальные, производственно-мощностные и т.д.).
5. Качество решений, техники и технологии, промежуточных и выходных продуктов.



Рисунок 3.4 - Жизненный цикл ИП по методике Всемирного банка

[20]

Период с момента зарождения замысла до оцененного достижения запланированных результатов называется жизненным циклом проекта (далее - ЖЦП). Наиболее подробную поэтапную последовательность ЖЦП предлагает методика Всемирного банка. Ее схема приведена выше. Каждая стадия обладает не только событийной, но и управленческой спецификой, поэтому управление инвестиционными проектами строится с учетом особенностей цикла.

Для каждого из участников ИП и начало, и окончание проекта наступают в разные моменты времени. В момент инициации инвестор может еще и не знать об открывающихся возможностях, а менеджер проекта за начало ИП принимает либо первичный разговор с куратором, либо момент подписания устава проекта. В ходе реализации основных фаз ЖЦП возникают определенные проблемы, которые часто носят типовой характер. Состав типовых проблем по стадиям предлагается вашему вниманию далее в визуальной форме.



Рисунок 3.5 - Типовые проблемы управления ИП по стадиям ЖЦ [20]

Среди типовых проблем не указаны трудности решения, связанного с завершением проекта исполнением и проблемы досрочного прекращения ИП. Самый поздний срок завершения может быть выбран в момент, когда производственная деятельность, связанная с выполненными инвестиционными вложениями, завершена. Все полученные результаты от ИП проанализированы, выполнена работа над ошибками, отчет по проекту принят, а дела переданы в архив. Производство продукции завершено, оборудование демонтировано и списано.

Имеют место случаи, когда проект признается завершенным по факту начала эксплуатационной фазы и издания приказа о закрытии. И, к сожалению, возникают ситуации, в которых проект вынужденно оканчивается, хотя результат ИП не достигнут полностью или частично. Примерами таких завершений могут служить:

- внесение в проект радикальных изменений, не предусмотренных в первоначальной редакции плана, при которых проще открыть новый проект, а прежний закрыть;

- внештатный вывод инвестиционного объекта из эксплуатации;
- остановка финансирования проекта по различным причинам;
- перевод проектной группы, вспомогательного персонала, занятого на проекте, на другой объект или работу.



Рисунок 3.6 - Реализация основных этапов ИП в строительстве по фазам его жизненного цикла [20]

3.4 Процессы управления реализацией инвестиционных проектов

Помимо состава средств, включаемых в систему управления ИП, существенное значение для целей повышения его эффективности имеют подходы к выстраиванию процессов управления. Различают три подхода: предметный, динамический и функциональный. Управлять можно непосредственно объектом инвестирования и вырабатываемыми им мощностями. Такой подход называется предметным, он обеспечивает сосредоточение на успехе ИП, локализованного до одного объекта.

Возьмем, к примеру, металлургическое прокатное производство. Техническое переоснащение и реконструкция прокатного стана – достаточно сложный инвестиционный проект закрытого типа. Вся сложность ИП состоит в том, что действует жесткое временное ограничение реализационной фазы – технологический цикл всего предприятия не

позволяет надолго останавливать производство. Инфраструктура работ, материалы, комплектующие, оборудование на замену должны быть подготовлены заранее. Система управления конкретным проектом выстраивается с учетом длительности, организационной, технической и технологической сложности работ. Задействуются многие управленческие подсистемы: финансовая, логистическая, маркетинговая и т.д. [20].

Динамический подход учитывает временной фактор при проектировании процессов и работ воплощения инвестиционного замысла. Проектные события выстраиваются в логически обусловленной взаимосвязи с раскладкой работ по времени начала, окончания и продолжительности. Данный подход требует особого отношения к использованию таких управленческих средств, как:

- структуризация организации и процедур ИП;
- система работы с информацией о прохождении проектных этапов (ее сбор, обработка и хранение);
- методы управления решениями, операциями и событиями ИП.

При функциональном подходе управление инвестициями строится на регламентных функциях управления, последовательно выполняемых в процессе реализации проекта. Традиционная методология цикла Деминга модифицируется в несколько измененный состав функций, перечисленных во втором разделе настоящей статьи. Мы остановим внимание лишь на функции планирования, как самой сложной и объемной в проектном менеджменте.

Особенностью функции планирования является то, что она реализуется циклически, присутствуя на основных стадиях жизненного цикла ИП. Технологии планирования отличаются в зависимости от вида проекта и от стадии его реализации. В первом случае отличия составляют объекты планирования, а во втором – их глубина. В связи с этим выделяют концептуальный, стратегический и детальные пооперационные планы реализации ИП. Среди инструментов планирования различают:

- план-график работ или календарный план ИП;
- сетевую структуру графика выполнения работ;
- линейные графики выполнения работ (графики Ганта).

3.5 Подсистемы управления инвестиционным проектом

Управление инвестиционными проектами представляет собой сложноорганизованную систему последовательно применяемых средств управленческого воздействия и регулирования, специфический набор

управленческих функций. Данная система имеет еще одну декомпозицию на подсистемы управления. Они локально обрабатывают процедуры частных управленческих задач, сложив результаты которых, мы получаем единый благоприятный результат. За счет локализации достигается более высокое управленческое качество. Данный подход нашел широкое применение в международных стандартах по проектному управлению (институт PMI). Составы задач и применяемые методические модели, соответствующие каждой из подсистем, представлены ниже в табличной форме. Их список состоит из блоков управления:

- содержанием и объемами работ;
- продолжительностью работ;
- стоимостью;
- качеством;
- ресурсами;
- человеческими ресурсами;
- изменениями;
- рисками;
- информацией и коммуникациями;
- координационным (интеграционным) управлением.

При управлении ИП выделяются четыре базовых элемента, являющихся основными объектами управления.

1. Работы.
2. Ресурсы.
3. Результаты.
4. Риски.

Каждая из названных подсистем в той или иной степени взаимодействует с данными объектами, вкладывая свою долю участия в общий результат. Действие подсистем связано с созданием и использованием определенных моделей управления, которые являются их реализационными и контролирующими средствами. И руководство компании, и менеджер проекта активно используют данные инструменты для принятия решений, непосредственной постановки оперативных задач, для мониторинга и контроля хода реализации ИП [20].

Таблица 3.1 - Свод задач и моделей подсистем менеджмента ИП [20]

Подсистема управления проектами	Содержание	Управляющие модели
Управление содержанием и объемами работ	Определение исходного содержания проекта	Дерево целей, структура работ, жизненный цикл проекта, технический проект
	Описание границ, рамок проекта, объемов работ и ресурсов по проекту	
	Планирование общей структуры проекта и объемов работ	
	Отчетность по содержанию проекта	
Управление продолжительностью	Распределение времени выполнения ИП по стадиям	Сетевая модель, календарный график, расписание работ
	Составление графиков и контроль за ходом их выполнения	
	Планирование и контроль сроков выполнения	
Управление стоимостью	Деятельность по разработке и мониторингу бюджета проекта	Структуры расходов, доходов, бюджет, график потоков ДС
	Ресурсное планирование, стоимостные оценки	
	Сметные расчеты и стоимостной контроль	
Управление качеством	Обеспечение требуемых проектом характеристик качества	Структура продукции, структура потребностей, технический проект
	Контроль качества - комплекс технических и технологических мероприятий по проверке, анализу и внесению корректировок	
Управление ресурсами	Оптимальное планирование закупок, поставок, запасов	Структура ресурсов, график поставок
	Оптимальное распределение ресурсов проекта	
Управление человеческими ресурсами	Организационное планирование, кадровое обеспечение проекта	Организационная структура, штатное расписание, матрица ответственности
	Создание команды проекта, разрешение конфликтов, совещания, переговоры	
	Функции контроля и мотивации трудовых ресурсов проекта	
Управление изменениями	Прогнозирование и планирование будущих изменений	Жизненный цикл проекта
	Регистрация всех потенциальных изменений по проекту	
	Оценка последствий изменений, отклонения или одобрения	
	Организация мониторинга и координации исполнителей изменений	
Управление рисками	Идентификация рисков, определение важности и оценка	Дерево рисков, дерево решений
	Анализ рисков, разработка методов снижения рисков и их контроль	
Управление информацией и коммуникациями	Обеспечение участников и процессов ИП информацией	Дерево документации, схема информационной системы
	Установление каналов связи, накопление данных, обмен данными	
	Актуализация данных, ведение БД, распределение информации	
Координационное (интеграционное) управление	Мониторинг и координация всех элементов, фаз, функций, подсистем, исполнителей ИП для обеспечения его целостности	
	Планирование взаимосвязанной разработки ИП, контроль согласованных изменений проекта по элементам и исполнителям	

В настоящей главе были рассмотрены основные методологические контуры систем управления инвестициями и инвестиционными проектами.

Литература

1. Бард В.С. Инвестиционные проблемы российской экономики. М.: Экзамен, 2000..
2. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. В 2-х т. Киев: Ника-Центр, 2004.
3. Бочаров В.В. Инвестиции. СПб.: Питер, 2002.
4. Бреши Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-бизнес, 2004.
5. Бюджетный кодекс РФ // Собрание законодательства РФ. 1998. № 31.
6. Виленский ИЛ., Лившиц В.Н., Смоляк С А. Оценка эффективности инвестиционных проектов: теория и практика: Учеб. пособие. М.: Дело, 2001.
7. Газман В Д. Финансовый лизинг: Учеб. пособие. М.: ГУ-ВШЭ, 2003.
8. Гитман ЛДж., Джонк МЛ. Основы инвестирования. М.: Дело, 1997.
9. Горемыкин В.А. Основы технологии лизинговых операций: Учеб. пособие. М.: Ось-89, 2000.
10. Гражданский кодекс РФ. Часть вторая // Собрание законодательства РФ. 1996. № 5.
11. Гражданский кодекс РФ. Часть первая // Собрание законодательства РФ. 1994. № 32.
12. Гражданский кодекс РФ. Часть третья // Собрание законодательства РФ. 2001. № 49.
13. Гуртов В.К., Марголин А.М., Чагай К.А. Проблемы развития ипотечного кредитования жилищного строительства и пути их решения. М.: РАГС, 2001.
14. Гуслистый А. Управление инвестициями. М.: Интернет-трейдинг, 2005.
15. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых видов активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
16. Дворкович А.В. Налоговая реформа 2003-2005: низкая налоговая нагрузка на хозяйствующих субъектов должна стать одним из факторов высокого уровня доходности инвестиций // Экономика России - XXI век. 2003. № 13.
17. Доклад о мировом развитии. 2005. Как сделать инвестиционный климат благоприятным для всех: Пер. с англ. М.: Весь Мир, 2005.
18. Друкер П.Ф. Задачи менеджмента в XXI веке. М.: Изд. дом

«Вильямс», 2004. – 272 с.

19. Марголин А.М. Экономическая оценка инвестиционных проектов: Учебник для вузов / А.М. Марголин. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007. – 367 с.
20. Султанов И.А. Процессы управления инвестициями и инвестиционными проектами. [Электронный ресурс - <http://projectimo.ru/upravlenie-investiciyami/upravlenie-investicionnym-proektom.html>]

Учебно-методическое издание

Комкова Ирина Николаевна

Управление инвестиционными проектами

Учебно-методическое пособие

Изд. № 128-21
