

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации  
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
"САМАРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ"

А.Д. Касатов

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ  
ПРЕДПРИЯТИЯ

*Учебное пособие*

Самара  
Издательство  
Самарского государственного экономического университета  
2018

УДК 330.322.2  
ББК У9(2)30-56я7  
К28

**Рецензенты:** кафедра экономики инноваций Самарского университета  
(зав. кафедрой доктор экономических наук Н.М. Тюкавкин);  
доктор экономических наук, профессор А.Г. Плеханов

Издается по решению  
редакционно-издательского совета университета

**Касатов, Алексей Дмитриевич.**

К28 Управление инвестициями предприятия [Электронный ресурс] : учеб. пособие / А.Д. Касатов. - Электрон. дан. - Самара : Изд-во Самар. гос. экон. ун-та, 2018. - 1 электрон. опт. диск. - Систем. требования: процессор Intel с тактовой частотой 1,3 ГГц и выше ; 256 Мб ОЗУ и более ; MS Windows XP/Vista/7/10 ; Adobe Reader ; разрешение экрана 1024´768 ; привод CD-ROM. - Загл. с титул. экрана. - № гос. регистрации: 0321803369  
ISBN 978-5-94622-849-7

В учебном пособии исследуется основной круг вопросов управления инвестициями предприятий в современных условиях. Изложены теоретические основы управления инвестициями; сформулированы сущность, цель и функции управления инвестициями; рассмотрен его методический инструментарий; определены формы связей инвестиций предприятия с различными видами и сегментами инвестиционного рынка; освещены современные методы разработки инвестиционной стратегии и программы предприятия.

Адресовано студентам, аспирантам, преподавателям, научным и практическим работникам.

УДК 330.322.2  
ББК У9(2)30-56я7

ISBN 978-5-94622-849-7

© Касатов А.Д., 2018  
© ФГБОУ ВО "Самарский государственный  
экономический университет", 2018

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение .....</b>	<b>5</b>
<b>1. Теоретические основы управления инвестициями .....</b>	<b>13</b>
1.1. Инвестиции как объект управления .....	13
1.2. Сущность и политика управления инвестициями .....	22
1.2.1. Основные задачи управления инвестиционной деятельностью предприятия.....	23
1.2.2. Функции управления инвестициями.....	25
1.2.3. Основные этапы разработки общей инвестиционной политики предприятия.....	27
1.2.4. Особенности инвестиционной деятельности интегрированных корпораций .....	30
1.2.5. Основные преимущества образования интегрированных корпоративных структур.....	34
1.3. Инвестиционный рынок.....	37
1.3.1. Основные функции инвестиционного рынка .....	38
1.3.2. Основные признаки современной систематизации инвестиционных рынков.....	41
1.3.3. Конъюнктура инвестиционного рынка.....	44
1.4. Инвестиционный климат в России .....	49
<i>Тестовые задания .....</i>	<i>55</i>
<b>2. Планирование инвестиций на предприятии .....</b>	<b>58</b>
2.1. Сущность инвестиционной стратегии предприятия .....	58
2.2. Принципы разработки инвестиционной стратегии предприятия.....	61
2.3. Методология разработки инвестиционной стратегии предприятия.....	65

2.4. Основные этапы разработки и реализации инвестиционной стратегии предприятия .....	72
2.5. Формирование инвестиционной программы реальных инвестиций.....	75
<i>Тестовые задания</i> .....	92
<b>3. Управление формированием инвестиционных ресурсов .....</b>	<b>95</b>
3.1. Источники и методы формирования инвестиционных ресурсов.....	95
3.2. Оптимизация структуры источников инвестиционных ресурсов.....	102
<i>Тестовые задания</i> .....	113
<b>4. Управление инвестициями предприятия на стадии реализации инвестиционных проектов и программ.....</b>	<b>115</b>
4.1. Управление реализацией инвестиционных проектов и программ.....	115
4.2. Разработка бюджета реализации инвестиционного проекта ....	120
4.3. Экономический мониторинг инвестиционных проектов и программ.....	123
4.4. Организационная структура управления инвестиционной деятельностью организации предприятия.....	128
<i>Тестовые задания</i> .....	135
Библиографический список .....	138

## **Введение**

Эффективная деятельность предприятий в долгосрочной перспективе, обеспечение высоких темпов их развития и повышения конкурентоспособности в условиях рыночной экономики в значительной мере определяются уровнем их инвестиционной активности и диапазоном инвестиционной деятельности. Комплекс проблем, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности предприятия, требует достаточно глубоких знаний теории и практических навыков принятия управленческих решений в области обоснования инвестиционной стратегии, выбора эффективных ее направлений и форм, разработки целенаправленной программы реального инвестирования и формирования сбалансированного портфеля финансовых инвестиций. Этот комплекс является предметом специализированного направления знаний, получившего название "Управление инвестициями". Круг вопросов, рассматриваемых этим видом функционального управления предприятием, довольно обширен, так как инвестиционные решения неразрывно связаны со всеми основными видами деятельности предприятия и всеми стадиями его жизненного цикла, формируют его перспективную стратегическую позицию.

По отдельным аспектам инвестиционного менеджмента за последние годы у нас появилось довольно значительное число переводных работ известных зарубежных экономистов, уровень которых следует признать очень высоким. Достаточно отметить, что авторы некоторых из этих работ - Г. Марковиц, М. Миллер, Ф. Модильяни, П. Самуэльсон, У. Шарп, Д. Тобин, Р. Солоу и другие - удостоены за свои научные труды Нобелевской премии. Однако за рубежом инвестиционный менеджмент связан преимущественно с областью управления портфелем ценных бумаг, так как в развитой рыночной среде инвестирование осуществляется в основном посредством инструментов и механизмов фондового рынка. К сожалению, низкий уровень развития фондового рынка, ограниченный круг его инструментов,

отсутствие надежных индикаторов его динамики и ряд других факторов не позволяют пока с достаточной полнотой и эффективностью использовать зарубежный опыт инвестиционного менеджмента в наших условиях.

Проблемам инвестированного менеджмента посвящены в последнее время и труды отечественных авторов. Однако данные исследования охватывают лишь отдельные аспекты управления инвестициями предприятия и практически не рассматривают комплекс вопросов, связанных с формированием инвестиционных ресурсов, управлением инвестиционными рисками, прогнозированием конъюнктуры инвестиционного рынка и другими факторами внешней инвестиционной среды. Эти работы во многом лишь копируют западные подходы и методики без должной их "привязки" к условиям российской экономики, лишены достаточной исследовательской базы и почти не отражают накопленный отдельными предприятиями реальный практический опыт инвестиционной деятельности.

Формирование благоприятного инвестиционного климата, углубление сегментации инвестиционного рынка, расширение круга инвестиционных товаров и технологий, а также возрастающие инвестиционные возможности предприятий предоставляют инвесторам обширное поле деятельности для принятия эффективных стратегических и оперативных инвестиционных решений. Знание и практическое использование современных принципов, механизмов и методов эффективного управления инвестиционной деятельностью позволяют обеспечить переход предприятий к новому качеству экономического развития в рыночных условиях.

Цель изучения дисциплины "Управление инвестициями" - вооружить руководителей, инвестиционных менеджеров предприятий системой современных методов управления инвестиционной деятельностью, адекватных рыночной экономике; способствовать восприятию ими новой инвестиционной идеологии и инвестиционной культуры управления; помочь выработать логику принятия инвестиционных решений, обеспечивающих их динамизм и вариативность; ознакомить с современными инвестиционными технологиями и инструментами, используемыми отечественной и зарубежной хозяйственной практикой в процессе этого управления.

В данной дисциплине рассматривается основной круг вопросов, позволяющих комплексно представить содержание процессов управления инвестиционной деятельностью предприятия в современных

условиях и обеспечивающих выработку эффективных управленческих решений по отдельным аспектам этой деятельности.

Изложение концептуальных основ инвестиционного менеджмента позволяет получить представление об экономической сущности инвестиций и инвестиционной деятельности; модели инвестиционного поведения предприятия и важнейших факторах, определяющих его инвестиционную активность; цели, функциях и механизме управления инвестициями и его основных системах; о методическом инструментарии, используемом в процессе этого управления.

Развитие любого предприятия невозможно представить без инвестиционной деятельности. Профессиональное управление инвестиционной деятельностью позволит более эффективно осуществлять развитие предприятия, т.е. добиваться заданных целей с минимумом инвестиционных затрат. Любая деятельность требует соответствующих инвестиций или финансовых вложений в программы развития. Так как величина требуемых инвестиций достаточно велика и возможны материальные потери при реализации инвестиционных программ, принятие решений относится к наиболее сложной функции управленческой деятельности. Сложность принятия инвестиционных решений обусловлена не только новизной и неопределенностью объектов (новой продукции или технологии, реконструкции и других нововведений), но и многообразием возможных источников финансирования.

Разработка проблемы управления инвестиционным процессом - относительно новое направление в исследованиях инвестиционной проблематики, гносеологическими истоками которого является теоретическая экономика, рассматривающая взаимосвязь ресурсных (инвестиция как элемент) и результативных параметров экономического развития: теории накопления, теории воспроизводства, теории экономического роста, теории экономической динамики, представленные работами Е. Домара, К. Маркса, Дж.М. Кейнса, А. Маршалла, В. Леонтьева, П. Солоу, Е Харрода, Й. Шумпетера и др.

Исследованию инвестиционной проблематики посвящены работы многих отечественных ученых-экономистов: В.М. Аньшина, В.С. Барда, И.А. Бланка, О.И. Волкова, Т.Т. Глушковой, В.Е. Есипова, Н.В. Игошина, А.Б. Идрисова, Н.И. Климовой, А.П. Колесника, В.В. Косова, В.Н. Лившица, И.В. Липсица, Р.И. Нудельмана, Е.А. Олейникова, И.И. Попова, Ю.М. Розановой, Т.С. Хачатурова, Е.М. Четыркина, А.Г. Шахназарова, А.Д. Шеремета, О.Ю. Шибалкина и др. Ведутся активные исследования по инвестиционной про-

блематике и за рубежом. Достаточно отметить таких ученых, как С.Б. Барнес, Г. Бирман, В.В. Беренс, М. Бромвич, Л.Дж. Гитман, Гудман Дж. Элиот, Дж. Доунс, М.Д. Джонк, Р.Н. Холт, П.М. Хавранек, С. Шмидт. Международные организации при рассмотрении заявок на кредит опираются на рейтинги инвестиционной привлекательности и кредитоспособности, предоставляемые агентствами Standard & Poor's, Moody's, Fitch IBCA и Thompson Bankwatch.

Однако, несмотря на повышенный интерес к оценке инвестиционного климата, демонстрируемый наличием различных методик, направленных на измерение уровня инвестиционной привлекательности, основные аспекты управления инвестиционной деятельностью являются недостаточно разработанными.

В инвестиционный капитал могут привести свои достижения научно-технический прогресс и передовой управленческий опыт. Привлечение инвестиций в материальное производство гораздо выгоднее, чем получение кредитов для покупки необходимых товаров. Приток инвестиций, как иностранных, так и национальных, жизненно важен и для достижения среднесрочных целей - выхода из современного общественно-экономического кризиса, преодоления спада производства и ухудшения качества жизни.

Инвестиционный менеджмент как системная научная теория сегодня находится в стадии развития. Само понятие "инвестиции" пришло в отечественную науку вместе с рыночными экономическими отношениями, до этого оно отождествлялось с капитальными вложениями.

Сегодня инвестиции представляют собой более широкое понятие, чем капитальные вложения, они включают, кроме вложений в воспроизводство основных фондов, вложения в оборотные активы, различные финансовые активы, в отдельные виды нематериальных активов.

Термин "инвестиции" происходит от латинского слова *investire* - облачать. С финансовой и экономической точек зрения, инвестирование может быть определено как долгосрочное вложение экономических ресурсов с целью создания и получения чистой прибыли в будущем, превышающей общую начальную величину инвестиций. Принято различать следующие типы инвестиций:

- финансовые (портфельные) инвестиции;
- реальные инвестиции (инвестиции в физические активы);
- инвестиции в нематериальные активы.

Финансовые инвестиции - вложение денежных средств в акции, облигации и другие ценные бумаги, выпущенные частными и корпоративными компаниями, а также государством.

Реальные инвестиции в узком смысле - вложения в основной капитал и на прирост материально-производственных запасов. В этом смысле указанное понятие применяется в экономическом анализе и, в частности, используется в системе национальных счетов ООН.

Реальные инвестиции можно свести в следующие основные группы:

- инвестиции, предназначенные для повышения эффективности производства. Целью этих инвестиций является создание условий для снижения производственных затрат инвестора за счет замены оборудования на более производительное или перемещение производственных мощностей в регионы с более выгодными условиями производства;

- инвестиции в расширение производства. Данные инвестиции преследуют цель расширить объем выпускаемой продукции для уже освоенных рынков сбыта в рамках существующих производств;

- инвестиции в создание новых производств или новых технологий. Подобные инвестиции обеспечивают создание новых предприятий, реконструкцию существующих предприятий и направлены на изготовление ранее не выпускаемых, т.е. новых, товаров либо на обеспечение для инвестора возможности выхода с ранее уже выпускавшимися товарами на новые рынки;

- инвестиции, обеспечивающие выполнение государственного заказа или другого крупного заказчика.

Приведенная группировка инвестиций обусловлена различным уровнем риска, с которым они сопряжены. Зависимость между типом инвестиций и уровнем их риска определяется степенью опасности не угадать возможную реакцию рынка на изменение результатов работы инвестора после завершения инвестиций.

Организация нового производства, имеющего своей целью выпуск незнакомого рынку продукта, сопряжена с наибольшей степенью неопределенности, тогда как повышение эффективности оборудования, в результате чего снижаются затраты на производство уже апробированного на рынке продукта, несет минимальную опасность негативных последствий для инвестора.

Аналогичным образом с низким уровнем риска сопряжены и инвестиции по обеспечению выполнения государственных заказов или заказов других партнеров.

Инвестиции в нематериальные активы предусматривают вложения в развитие научных исследований, повышение квалификации работников, приобретение лицензий на использование новых технологий, прав на использование торговых марок известных фирм и т.п.

Любой инвестиционный проект требует предварительного анализа и оценки. Однако особенно сложным и трудоемким является оценка инвестиционных проектов в реальные инвестиции. Они проходят экспертизу, результаты которой позволяют получить всестороннюю оценку технической целесообразности, стоимости реализации проекта, эксплуатационных расходов и, наконец, экономической эффективности проекта. Комплексная оценка инвестиционного проекта, т.е. его технико-экономическое обоснование (ТЭО) производится в соответствии с "Руководством по оценке эффективности инвестиций", которое было разработано и впервые опубликовано ЮНИДО<sup>1</sup> в 1978 г. Оно имело цель дать развивающимся странам инструмент для определения качества инвестиционных предложений и способствовать стандартизации промышленных технико-экономических исследований.

Впоследствии ЮНИДО переработало и дополнило указанное Руководство, сфокусировав особое внимание на оценке воздействия на окружающую среду, новых технологиях, подготовке трудовых ресурсов, а также на мобилизации финансовых средств.

В России на базе документов, разработанных ЮНИДО, рядом федеральных органов - Госстроем, Министерством экономики, Министерством финансов и Госкомпромом - в 1994 г. были подготовлены "Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования", а в 2000 г. вышло новое издание (вторая редакция) "Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов", которое служит основой для всесторонней оценки инвестиционных проектов. Данные "Методические рекомендации" позволяют подготовить технико-экономическое обоснование, являющееся инструментом для обеспечения потенциальных инвесторов, проектостроителей и финансистов необходимой информацией для решения вопроса о возможности реализации предложенного проекта, а также о возможности и источниках его финансирования.

---

<sup>1</sup> ЮНИДО - структурное подразделение Организации Объединенных Наций, задачей которого является способствование промышленному развитию стран - членов ООН.

Если исходить из определения, что инвестирование есть долгосрочное вложение экономических ресурсов с целью создания и получения выгоды в будущем, то основной аспект этого вложения заключается в преобразовании собственных и заемных средств инвестора в производительные активы, которые при их использовании создадут новую ликвидность. Эффективность организаций, компаний, холдингов, отраслей и страны в целом в значительной степени зависит от инвестиций, необходимых для воспроизводства, технического перевооружения основного капитала и связанного с ним оборотного капитала. Потребность в инвестициях всегда велика, а имеющиеся в наличии инвестиционные ресурсы всегда ограничены. Поэтому на практике постоянно стоит вопрос выбора наиболее эффективного варианта реализации инвестиций.

Формирование реализации проектов в условиях рыночной экономики осуществляется на основе концепции "Управление Проектами" (Project Management).

"Управление Проектами" основывается на том, что Проект рассматривается как управляемое изменение исходного состояния любой системы, в том числе организации, с учетом затрат ресурсов и времени. Такая концепция дает возможность свести все изменения в управлении и экономике в целом к системе инвестиционных проектов, а управление ими - к инвестиционному менеджменту (управлению инвестициями).

Одной из важнейших задач в общей проблеме управления инвестициями с точки зрения теории и практической финансово-хозяйственной организации является оценка эффективности получаемых или имеющихся инвестиционных ресурсов. Результаты от реализации инвестиционных ресурсов всегда интересуют как инвесторов, так и руководителей организации для определения сроков возврата полученных средств и времени начала получения прибыли.

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

Вместе с тем специалисты в области инвестиционного менеджмента должны владеть комплексными фундаментальными знаниями

в области управления инвестициями на предприятии в современных рыночных условиях. В основе этих знаний лежат осмысление положений, выработанных мировой финансовой теорией, выявление возможностей их применения в конкретных экономических условиях, обобщение отечественной инвестиционной практики. Немаловажную роль играют изучение современных методов оценки и прогнозирования инвестиционного рынка и отдельных его сегментов, освоение новых подходов к оценке инвестиционной привлекательности отраслей экономики и регионов, формирование современного представления об инвестиционной стратегии предприятия, понимание стратегии и тактики управления инвестиционной деятельностью в рыночной экономике. Поскольку успех в бизнесе решающим образом зависит от правильности и обоснованности выбранной стратегии хозяйственной и инвестиционной деятельности, важное место в познании механизма принятия управленческих решений в этой области принадлежит изучению современных подходов к комплексному анализу экономической оценки эффективности реальных и финансовых инвестиций, методологических приемов формирования и управления инвестиционным портфелем организации.

# **1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ**

---

## **1.1. Инвестиции как объект управления**

Инвестиции - одна из наиболее часто используемых в экономической системе категорий как на макро-, так и на микроуровне. Однако, несмотря на исключительное внимание исследователей к этой ключевой экономической категории, научная мысль до сих пор не выработала универсального определения инвестиций, которое отвечало бы потребностям теории и практики, а также было бы адекватным с позиций конкретного субъекта их осуществления - государства, предприятия, домашнего хозяйства.

В современной литературе многообразные определения инвестиций часто трактуют эту категорию недостаточно четко или чрезмерно узко, акцентируя внимание лишь на отдельных ее существенных сторонах. Наиболее типичная неточность многих определений заключается в том, что под инвестициями понимается любое вложение финансовых средств, которое часто не связано с решением инвестиционных целей субъектов их осуществления. К ним, как правило, относятся так называемые "потребительские инвестиции" (покупка телевизоров, автомобилей и т.п.), которые по своему экономическому содержанию к инвестициям не относятся - средства в приобретение этих товаров расходуются в данном случае на долгосрочное их потребление.

Многие существующие определения связывают инвестиции исключительно с целями прироста капитала или получения текущего дохода (прибыли). Хотя в условиях рыночной экономики эта цель является определяющей, инвестиции могут преследовать и иные как экономические, так и внеэкономические цели вложения капитала.

Частая ошибка, встречающаяся в литературе, - идентификация понятия "инвестиции" с понятием "капитальные вложения". Инвестиции в этом случае рассматриваются как вложение капитала в воспроизводство основных средств производственного и непроизводственного характера. Вместе с тем, инвестиции могут осуществляться и в прирост оборотных активов, и в различные финансовые инструменты, и в отдельные виды нематериальных активов. Следовательно, капитальные вложения являются более узким понятием и могут рассматриваться лишь как одна из форм инвестиций, но не как их аналог.

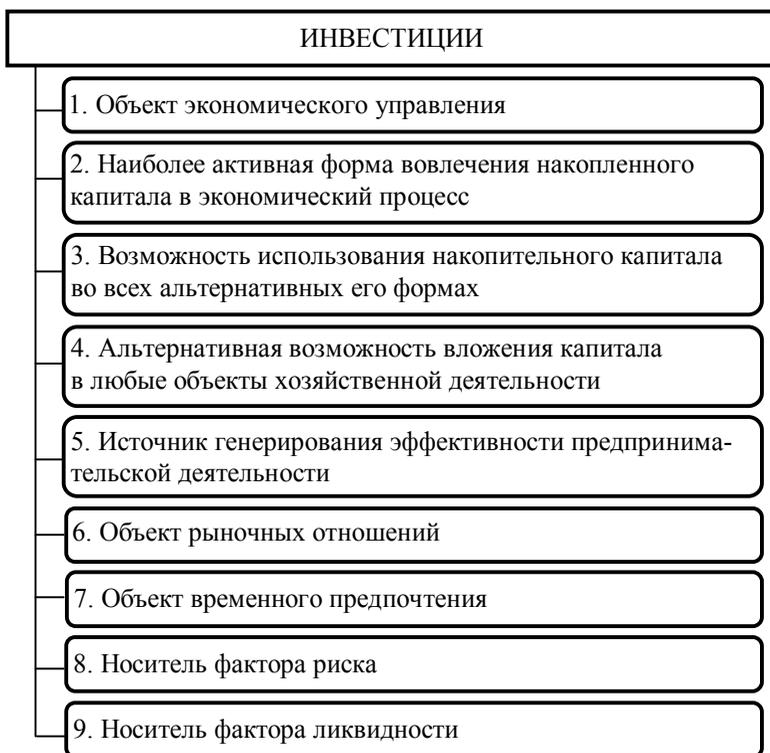
Во многих определениях инвестиций отмечается, что они выступают вложением денежных средств. Но инвестирование капитала может происходить не только в денежной, но и в других формах - движимого и недвижимого имущества, различных финансовых инструментов (прежде всего, ценных бумаг), нематериальных активов и т.п.

И наконец, в ряде определений отмечается, что инвестиции характеризуются как долгосрочное вложение средств. Безусловно, отдельные формы инвестиций (в первую очередь, капитальные вложения, инвестиции в акции и т.п.) носят долгосрочный характер, однако инвестиции могут быть и краткосрочными (например, краткосрочные финансовые инвестиции в облигации, депозитные сертификаты с периодом обращения до одного года).

Многообразие понятий термина "инвестиции" в современной отечественной и зарубежной литературе в значительной степени определяется широтой сущностных сторон этой сложной экономической категории. Поэтому для уточнения ее содержания следует рассмотреть основные характеристики, формирующие ее сущность.

С учетом цели данного исследования основные сущностные характеристики категории инвестиций предприятия как объекта управления представлены на рис. 1.1.

Рассмотрим более подробно каждую из характеристик инвестиций, определяющих их сущность как объекта управления на уровне предприятия.



**Рис. 1.1. Основные сущностные характеристики инвестиций предприятия как объекта управления**

*1. Инвестиции как объект экономического управления.* Предметная сущность инвестиций непосредственно ассоциируется с экономической сферой их проявления. Несмотря на рассмотренные ранее достаточно значимые терминологические различия, инвестиции тракуются всеми исследователями как категория экономическая, хотя и связанная с технологическими, социальными, природоохранными и иными аспектами их осуществления. Другими словами, категория "инвестиции" входит в понятие, обусловленное сферой экономических отношений, экономической деятельности. Соответственно, выступая носителем преимущественно экономических характеристик и экономических интересов, инвестиции являются субъектом экономического управления как на микро-, так и на макроуровне любых экономических систем.

**2. Инвестиции как наиболее активная форма вовлечения накопленного капитала в экономический процесс.** В теории инвестиций их связь с накопленным капиталом (сбережениями) занимает центральное место. Это определяется сущностной природой капитала как экономического ресурса, предназначенного к инвестированию. Термин "капиталист" в первую очередь характеризует индивидуума, инвестирующего свой капитал, а не только накопившего определенный его запас. Только путем инвестирования капитал как накопленная ценность вовлекается в экономический процесс.

Однако не весь накопленный предприятием запас капитала используется исключительно в инвестиционных целях. Часть денежного или иного капитала в силу требований ликвидности представляет собой форму страхового резерва, обеспечивающего ритмичность хозяйственной деятельности, платежеспособность и т.п., сохраняя пассивную форму, а часть составляет фонд потребления. Инвестиции же в противовес этому следует рассматривать как наиболее активную форму использования накопленного капитала.

**3. Инвестиции как возможность использования накопленного капитала во всех альтернативных его формах.** Наиболее универсальной с позиций сферы использования в инвестиционном процессе является денежная форма капитала, которая, однако, для непосредственного применения в этом процессе требует в большинстве случаев его трансформации в иные формы. Капитал, накопленный в форме запаса конкретных материальных и нематериальных благ, готов к непосредственному участию в инвестиционном процессе, но сфера его использования в таких формах имеет узко функциональное значение.

Накопление капитала создает лишь предпосылки к последующему его инвестированию. Иными словами, инвестиции характеризуют реализованные (а не накопленные) сбережения. Возможность последующего инвестирования является одним из важнейших экономических стимулов накопления капитала (сбережения) - для хозяйствующих субъектов без этого стимула процесс накопления капитала потерял бы всякий смысл. В то же время использование капитала в расширяющихся объемах как фактора производства выступает результатом его реализации как инвестиционного ресурса.

**4. Инвестиции как альтернативная возможность вложения капитала в любые объекты хозяйственной деятельности.** Инвестируемый предприятием капитал целенаправленно вкладывается в форми-

рование имущества предприятия, предназначенного для осуществления различных форм его хозяйственной деятельности и производства различной продукции. При этом из обширного диапазона возможных объектов инвестирования капитала предприятие самостоятельно определяет приоритетные формы имущественных ценностей (объектов и инструментов инвестирования), которые в учетно-финансовой терминологии носят название "активы". Иными словами, с экономических позиций инвестиции можно рассматривать как форму преобразования части накопленного капитала в альтернативные виды активов организации (реальные, финансовые, нематериальные).

**5. Инвестиции как источник генерирования эффективности предпринимательской деятельности.** Цель инвестирования - достижение конкретной заранее предопределяемой эффективности, которая может носить как экономический, так и внеэкономический характер (социальный, экологический и др.). На уровне предприятия приоритетной целевой установкой инвестиций является достижение, как правило, экономической эффективности, состоящей в увеличении нормы прибыли на вложенный капитал.

**6. Инвестиции как объект рыночных отношений.** Используемые предприятием в процессе инвестиций разнообразные инвестиционные ресурсы, товары и инструменты как объект купли-продажи определяют особый вид рынка - "инвестиционный рынок" с его спросом, предложением и ценой, а также совокупностью субъектов рыночных отношений. Инвестиционный рынок формируется всей системой рыночных экономических условий, тесно сопряжен с другими рынками (рынком труда, рынком потребительских товаров, рынком услуг и т.п.) и функционирует под определенным воздействием разнообразных форм государственного регулирования.

**7. Инвестиции как объект временного предпочтения.** Процесс инвестирования капитала непосредственно связан с фактором времени. С позиций этого фактора предназначенный к инвестированию капитал может рассматриваться, с одной стороны, как запас ранее накопленной экономической ценности с целью возможного ее приумножения в процессе инвестиционной деятельности, а с другой - как задействованный экономический ресурс, способный увеличить объем потребления благ инвестора в любом интервале предстоящего периода.

Между инвестированием капитала и получением инвестиционного дохода существует временной лаг, который может характеризоваться большим или меньшим интервалом. Перед инвестором всегда стоит альтернатива временного предпочтения использования капита-

ла - избрать для инвестиционной деятельности кратко- или долгосрочные объекты (инструменты) инвестирования с соответственно дифференцированным уровнем инвестиционного дохода.

**8. Инвестиции как носитель фактора риска.** Риск является важнейшей характеристикой инвестиций, связанной со всеми их формами и видами. Носители фактора риска инвестиций выступают как источник дохода в предпринимательской деятельности инвестора. Осуществляя инвестиции, инвестор всегда должен осознанно идти на экономический риск с возможным снижением или неполучением суммы ожидаемого инвестиционного дохода, а также возможной потерей (частичной или полной) инвестированного капитала. Следовательно, понятия риска и доходности инвестиций в предпринимательской деятельности инвестора взаимосвязаны.

**9. Инвестиции как носитель фактора ликвидности.** Все формы и виды инвестиций характеризуются определенной ликвидностью, под которой понимается способность объектов инвестирования быть реализованными при необходимости по своей реальной рыночной стоимости. Эта способность инвестиций обеспечивает высвобождение капитала, вложенного в разнообразные объекты и инструменты при наступлении неблагоприятных экономических и других условий его использования в определенной сфере предпринимательской деятельности, в отдельном сегменте рынка или в задействованном регионе.

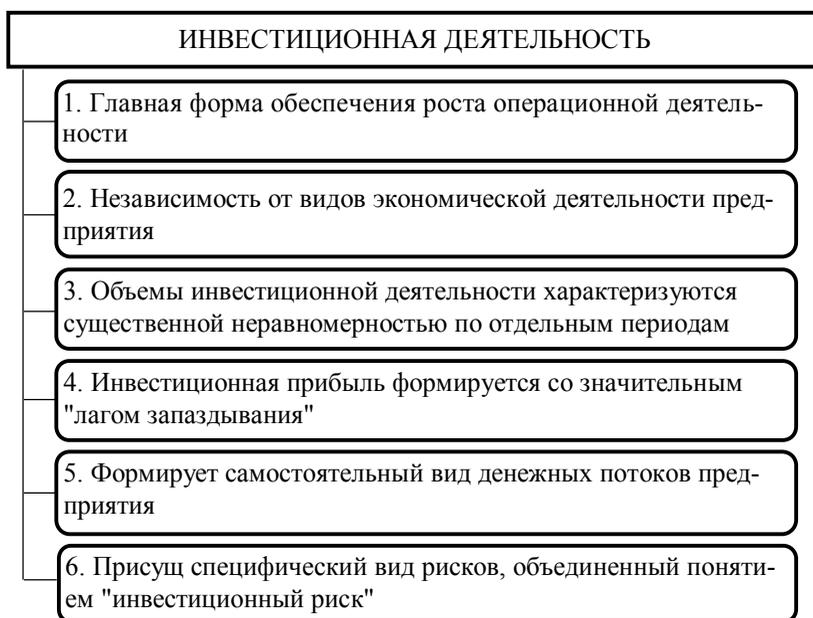
С учетом основных характеристик экономическая сущность инвестиций предприятия в наиболее обобщенном виде может быть сформулирована следующим образом: **инвестиции представляют собой вложение капитала во всех его формах в различные объекты предпринимательской деятельности с целью получения прибыли, а также достижения иного экономического или внеэкономического эффекта.**

Практическое осуществление инвестиций обеспечивается инвестиционной деятельностью предприятия, которая является одним из самостоятельных видов его хозяйственной деятельности и важнейшей формой реализации его экономических интересов.

**Инвестиционная деятельность предприятия есть процесс изыскания необходимых инвестиционных ресурсов, выбора эффективных объектов (инструментов) инвестирования, формирования по избранным параметрам инвестиционной программы (инвестиционного портфеля) и обеспечения ее реализации.**

Инвестиционная деятельность предприятия характеризуется следующими основными особенностями (рис. 1.2).

**1. Она является главной формой обеспечения роста операционной деятельности предприятия и по отношению к ее целям и задачам носит подчиненный характер.** Несмотря на то, что отдельные формы инвестиций предприятия могут генерировать на отдельных этапах его развития большую прибыль, чем операционная деятельность, главной стратегической задачей предприятия является развитие операционной деятельности и обеспечение условий возрастания формируемой им операционной прибыли.



**Рис. 1.2. Основные особенности инвестиционной деятельности предприятия**

**2. Формы и методы инвестиционной деятельности в гораздо меньшей степени зависят от видов экономической деятельности предприятия, чем операционная его деятельность.** Эта связь опосредствуется только объектами инвестирования. Механизм же этой деятельности практически идентичен на предприятиях любой отраслевой направленности. Это определяется тем, что инве-

стиционная деятельность предприятия осуществляется преимущественно в тесной связи с финансовым рынком (рынком капитала и рынком денег), видовая сегментация которого практически отсутствует, в то время как операционная его деятельность происходит преимущественно в рамках конкретных видовых сегментов товарного рынка и имеет четко выраженные видовые особенности операционного цикла.

**3. Объемы инвестиционной деятельности предприятия характеризуются существенной неравномерностью по отдельным периодам.** Цикличность масштабов этой деятельности определяется рядом условий:

1) необходимостью предварительного накопления финансовых средств (инвестиционных ресурсов) для начала реализации отдельных крупных инвестиционных проектов;

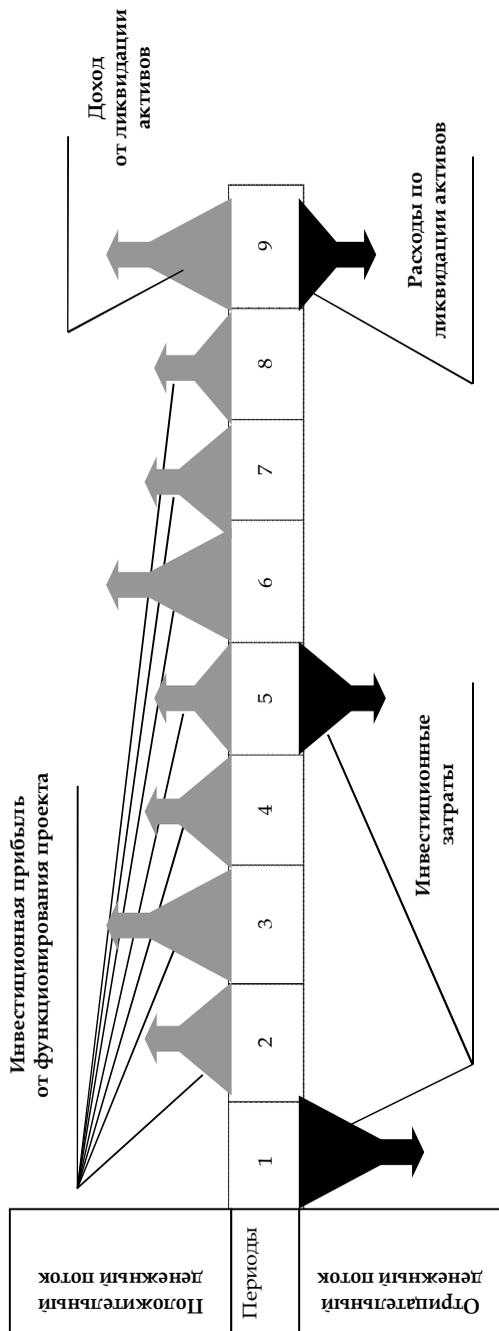
2) использованием благоприятных внешних условий осуществления инвестиционной деятельности (на отдельных этапах экономического развития страны неблагоприятный инвестиционный климат резко снижает эффективность этой деятельности);

3) постепенностью формирования внутренних условий для осуществления инвестирования.

**4. Инвестиционная прибыль предприятия (а также иные формы эффективности инвестиций) в процессе его инвестиционной деятельности формируется обычно со значительным "лагом запаздывания".** Это означает, что между затратами инвестиционных ресурсов (инвестиционными затратами) и получением инвестиционной прибыли проходит обычно достаточно большой период времени, что определяет долговременный характер этих затрат.

**5. Инвестиционная деятельность формирует особый самостоятельный вид денежных потоков предприятия, которые существенно различаются в отдельные периоды по своей направленности.** Принципиальная схема формирования денежных потоков в процессе инвестиционной деятельности представлена на рис. 1.3.

Как видно из приведенных данных, на протяжении отдельных периодов сумма отрицательного денежного потока по инвестиционной деятельности предприятия может значительно превышать сумму положительного денежного потока по ней.



**Рис. 1.3. Принципиальная схема формирования денежных потоков по отдельному инвестиционному проекту**

**6. Инвестиционной деятельности предприятия присущи специфические виды рисков, объединяемые понятием "инвестиционный риск".** Уровень инвестиционного риска обычно значительно превышает уровень операционного (коммерческого) риска. Это связано с тем, что в процессе инвестиционной деятельности риск потери капитала (т.е. "катастрофический риск") имеет большую вероятность возникновения, чем в процессе операционной деятельности. Механизм формирования уровня инвестиционной прибыли строится в тесной связи с уровнем инвестиционного риска.

## **1.2. Сущность и политика управления инвестициями**

Эффективная деятельность предприятий в долговой перспективе, обеспечение высоких темпов их развития и повышения конкурентоспособности в условиях рыночной экономики в значительной мере определяются уровнем их инвестиционной активности и диапазоном инвестиционной деятельности. Комплекс вопросов, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности предприятия, требует достаточно глубоких знаний теории и практических навыков принятия управленческих решений в области обоснования инвестиционной стратегии, выбора наиболее эффективных ее направлений и форм, разработки целенаправленного инвестиционного портфеля.

Данный комплекс вопросов является предметом специализированного направления в управлении инвестициями предприятия, характеризуемого как "долгосрочные инвестиционные решения", обусловленные его развитием. Круг проблем, решаемых управлением инвестициями предприятия, довольно обширен, так как инвестиционные решения связаны со всеми основными направлениями его хозяйственной деятельности и всеми стадиями его жизненного цикла и формируют его перспективную стратегическую позицию.

В последние десятилетия управление инвестициями было одним из наиболее динамично развивающихся направлений. Формирование благоприятного инвестиционного климата, углубление сегментации инвестиционного рынка, расширение круга инвестиционных продуктов и технологий, а также возрастающие инвестиционные возможности отечественных предприятий предоставляют менеджерам обширное поле деятельности для принятия эффективных стратегических и

оперативных инвестиционных решений. Управление инвестициями представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с осуществлением различных аспектов деятельности предприятия.

### **1.2.1. Основные задачи управления инвестиционной деятельностью предприятия**

В процессе реализации своей цели управление инвестиционной деятельностью предприятия направлено на решение следующих основных задач (рис.1.4).

**1. Обеспечение инвестиционной поддержки высоких темпов развития операционной деятельности предприятия.** Эта задача реализуется путем определения потребности в объемах инвестирования для осуществления следующих стратегических целей:

- развития операционной деятельности предприятия на отдельных его этапах;
- обеспечения высоких темпов расширенного воспроизводства внеоборотных операционных активов;
- формирования эффективной и сбалансированной инвестиционной программы предприятия на предстоящий период.

**2. Обеспечение максимальной доходности (прибыльности) отдельных реальных инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом.** Максимизация доходности инвестиций достигается за счет выбора организацией наиболее эффективных инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования. Решая эту задачу, необходимо иметь в виду, что максимизация уровня доходности достигается, как правило, при существенном возрастании уровня инвестиционных рисков, так как между этими двумя показателями существует прямая связь.

**3. Обеспечение минимизации инвестиционного риска отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом.** Такая минимизация уровня инвестиционного риска может быть обеспечена путем:

- диверсификации инвестиционных проектов и финансовых инструментов;
- распределения рисков между участниками инвестиционной деятельности;
- эффективных форм внутреннего и внешнего страхования.

## ЗАДАЧИ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

1. Обеспечение инвестиционной поддержки высоких темпов развития операционной деятельности предприятия
2. Обеспечение максимальной доходности (прибыльности) отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом
3. Обеспечение минимизации инвестиционного риска отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом
4. Обеспечение оптимальной ликвидности инвестиций и возможностей быстрого реинвестирования капитала при изменении внешних и внутренних условий осуществления инвестиционной деятельности
5. Обеспечение формирования инвестиционных ресурсов в соответствии с прогнозируемыми объемами инвестиционной деятельности
6. Поиск путей ускорения реализации действующей инвестиционной программы предприятия
7. Обеспечение финансового равновесия организации в процессе осуществления инвестиционной деятельности

**Рис. 1.4. Основные задачи управления  
инвестиционной деятельностью предприятия**

*4. Обеспечение оптимальной ликвидности инвестиций и возможностей быстрого реинвестирования капитала при изменении внешних и внутренних условий осуществления инвестиционной деятельности.* Изменения инвестиционного климата страны, конъюнктуры инвестиционного рынка в целом или отдельных его сегментов, изменение стратегических целей развития или финансового потенциала предприятия могут привести к снижению ожидаемого уровня доходности (прибыльности) отдельных инвестиционных проектов.

*5. Обеспечение формирования инвестиционных ресурсов в соответствии с прогнозируемыми объемами инвестиционной деятельности предприятия.* Эта задача решается путем сбалансирова-

ния объема привлекаемых инвестиционных ресурсов во всех их формах (денежной, товарной, нематериальной) с прогнозируемыми объемами инвестиционной деятельности предприятия в сфере реального и финансового инвестирования.

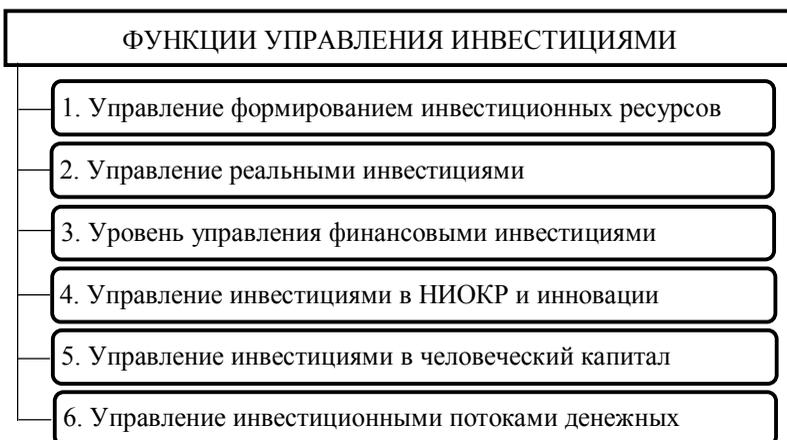
**6. Поиск путей ускорения реализации действующей инвестиционной программы предприятия.** Намеченные к реализации инвестированные проекты, входящие в состав инвестиционной программы предприятия, должны выполняться как можно быстрее исходя из следующих мотивов: прежде всего, высокие темпы реализации каждого инвестиционного проекта способствуют ускорению экономического развития предприятия в целом; кроме того, чем быстрее реализован тот или иной инвестиционный проект, тем быстрее начинает формироваться дополнительный чистый денежный поток организации в виде чистой инвестиционной прибыли и амортизационных отчислений; ускорение реализации инвестиционной программы предприятия сокращает сроки использования кредитных ресурсов.

**7. Обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе осуществления инвестиционной деятельности.** Такое равновесие характеризуется высоким уровнем финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на всех этапах его развития.

### **1.2.2. Функции управления инвестициями**

Реализация основных задач управления инвестиционной деятельностью предприятия связана с конкретизацией функций этого управления в общей системе функций менеджмента. К числу основных из этих функций следует отнести следующие (рис. 1.5).

**1. Управление формированием инвестиционных ресурсов.** В процессе реализации этой функции: во-первых, прогнозируется общая потребность в инвестиционных ресурсах, необходимых для реализации разработанной инвестиционной стратегии по отдельным этапам ее осуществления; во-вторых, определяется возможность формирования инвестиционных ресурсов за счет собственных источников (прибыли, амортизационных отчислений и т.п.); в-третьих, исходя из ситуации на финансовом рынке определяется целесообразность привлечения для инвестиционных целей заемного капитала. В процессе оптимизации структуры источников инвестиционных ресурсов становятся возможными рациональное соотношение привлекаемого собственного и заемного капитала, а также диверсификация заемных источников финансирования инвестиций в разрезе отдельных кредиторов с целью обеспечения финансовой устойчивости организации в процессе инвестиционной деятельности.



**Рис. 1.5. Основные функции управления инвестициями предприятия**

**2. Управление реальными инвестициями.** Функциями этого управления являются:

- выявление потребности в реновации действующих основных средств и нематериальных активов, а также в объеме и структуре вновь формируемых капитальных активов;
- поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных реальных проектов и отбор наиболее эффективных из них;
- формирование инвестиционной программы реальных инвестиций организации и обеспечение ее реализации.

**3. Управление финансовыми инвестициями.** В процессе реализации этой функции определяются цели финансового инвестирования; осуществляются оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов инвестирования и отбор наиболее эффективных из них; формируется портфель финансовых инвестиций по критериям уровня его доходности, риска и ликвидности; проводится своевременная реструктуризация этого портфеля.

**4. Управление инвестициями в НИОКР и инновации.** Функциями этого управления являются проведение научно-исследовательских и конструкторских работ по подготовке идей новшества, а также внедрение нового продукта (продуктовая инновация) или освоение новых значительно усовершенствованных способов производства и технологий (процессная инновация).

**5. Управление инвестициями в человеческий капитал.** Функции этого управления - подготовка кадров, повышение их образовательного уровня, обеспечение рабочими местами и решение тем самым вопросов безработицы, совершенствование организации и оплаты труда.

**6. Управление инвестиционными потоками денежных средств.** Реализация этой функции обеспечивается прогнозированием расхода и поступления денежных средств в процессе инвестиционной деятельности, сбалансированием их объемов, синхронизацией денежных потоков во времени.

### **1.2.3. Основные этапы разработки общей инвестиционной политики предприятия**

Инвестиционная деятельность предприятия подчинена долгосрочным целям его развития и поэтому должна осуществляться в соответствии с разработанной инвестиционной политикой. Такая политика формируется как самостоятельный ее блок. Этот блок является стержневым, так как неполная или неэффективная реализация инвестиционной политики ставит под угрозу реализацию стратегии развития предприятия.

**Инвестиционная политика заключается в выборе и реализации наиболее эффективных форм реальных и финансовых инвестиций предприятия с целью обеспечения высоких темпов его развития и постоянного возрастания его рыночной стоимости.**

Разработка общей инвестиционной политики предприятия охватывает следующие основные этапы (рис. 1.6).

**1. Анализ инвестиционной деятельности предприятия в предшествующем периоде.** Основной целью такого анализа является всесторонняя оценка внутреннего инвестиционного потенциала предприятия и эффективности его инвестиционной деятельности.

**2. Исследование и учет условий внешней инвестиционной среды и конъюнктуры инвестиционного рынка.** В процессе такого исследования изучаются правовые условия инвестиционной деятельности в целом и в разрезе отдельных форм инвестирования ("инвестиционный климат"); анализируются текущая конъюнктура инвестиционного рынка и факторы, ее определяющие; прогнозируется ближайшая конъюнктура инвестиционного рынка в разрезе отдельных его сегментов, связанных с деятельностью предприятия.

**3. Учет стратегических целей развития предприятия, обеспечиваемых его предстоящей инвестиционной деятельностью.** Характер целей корпоративной и финансовой стратегий предприятия,

требующих инвестиционной поддержки, следует рассматривать как систему стратегических целей инвестиционной деятельности, которая должна быть отражена в ее инвестиционной политике. При этом необходимо иметь в виду, что объективным фактором, определяющим направленность инвестиционной политики предприятия, выступает стадия жизненного цикла, в которой находится предприятие.



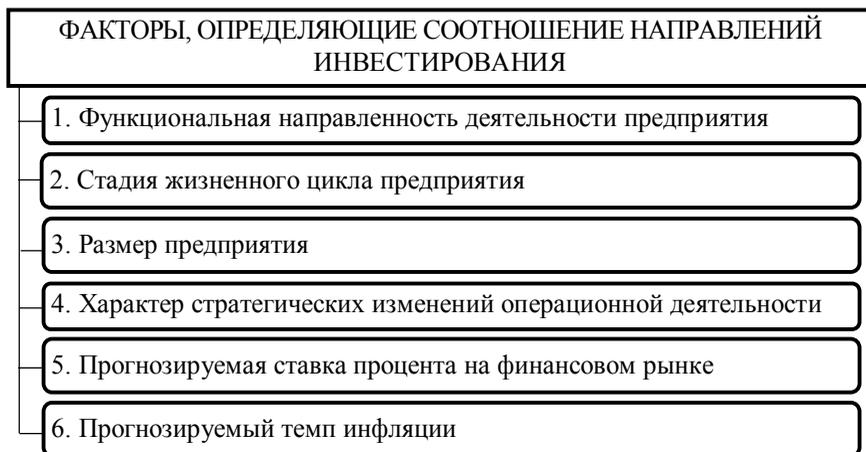
**Рис. 1.6. Основные этапы формирования инвестиционной политики предприятия**

**4. Выбор политики формирования инвестиционных ресурсов предприятия.** В процессе реализации этого этапа разработки общей инвестиционной политики предприятия прогнозируется потенциальная возможность формирования инвестиционных ресурсов за счет

собственных финансовых источников. Кроме того, с учетом достигнутой стратегической финансовой позиции и прогнозируемой ситуации на рынке капитала определяется возможность и целесообразность привлечения для инвестиционной деятельности заемных финансовых средств. В процессе оптимизации структуры источников формирования инвестиционных ресурсов обеспечивается рациональное соотношение собственных и заемных источников финансирования по отдельным кредиторам и потокам предстоящих платежей с целью предотвращения снижения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в предстоящем периоде.

**5. Обоснование типа инвестиционной политики предприятия по целям вложения капитала.** В теории инвестиционного менеджмента выделяют обычно три типа инвестиционной политики предприятия по критерию рискованных предпочтений инвестора - консервативную, умеренную и агрессивную.

**6. Формирование инвестиционной политики предприятия по основным направлениям инвестирования.** На этом этапе формирования инвестиционной политики предприятия определяется соотношение объемов реального и финансового инвестирования в процессе его предстоящей инвестиционной деятельности (рис. 1.7).



**Рис. 1.7. Система основных факторов, определяющих соотношение направлений инвестирования предприятия**

**7. Формирование инвестиционной политики предприятия в видовом разрезе.** Определение видовой направленности инвестиционной деятельности является наиболее сложной задачей разработки

инвестиционной политики. Она требует последовательного подхода к прогнозированию инвестиционной деятельности в увязке с общей стратегией развития предприятия.

*На первой стадии* рассматривается целесообразность видовой концентрации или диверсификации инвестиционной деятельности предприятия.

*На второй стадии* определяются целесообразность форм видовой диверсификации инвестиционной деятельности в рамках определенной группы видов экономической деятельности.

*На третьей стадии* исследуется целесообразность различных форм диверсификации инвестиционной деятельности в разрезе различных не связанных между собой видов экономической деятельности.

**8. Формирование инвестиционной политики предприятия в региональном разрезе.** Необходимость осуществления этого этапа разработки инвестиционной политики предприятия определяется двумя основными условиями.

*Первым условием*, определяющим необходимость такой разработки, является *размер предприятия*.

*Вторым условием* выступает *продолжительность функционирования предприятия*.

**9. Взаимувязка основных направлений инвестиционной политики предприятия.** В процессе этого этапа обеспечивается согласованность отдельных направлений инвестиционной политики предприятия по объемам, срокам реализации и другим параметрам.

При больших объемах инвестиционной деятельности предприятия его инвестиционная политика дифференцируется в разрезе реального и финансового инвестирования.

#### **1.2.4. Особенности инвестиционной деятельности интегрированных корпораций**

Законодательство РФ предусматривает следующие типы корпоративных структур:

- ассоциации;
- холдинги;
- хозяйственные партнерства;
- контрактные группы;
- государственно-частное партнерство.

**Ассоциация.** Добровольное объединение юридических или физических лиц для достижения общей хозяйственной, научной, культурной или какой-либо другой, как правило, некоммерческой цели.

В соответствии с российским законодательством (ст. 121 ГК РФ) коммерческие организации в целях координации их предпринимательской деятельности, а также представления и защиты общих имущественных интересов могут по договору между собой создавать и регистрировать объединения в форме ассоциаций или союзов, являющиеся некоммерческими организациями. Если по решению участников на ассоциацию (союз) возлагается ведение предпринимательской деятельности, такая ассоциация (союз) должна быть преобразована в хозяйственное общество или товарищество.

**Холдинг.** В соответствии с "Временным положением о холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества", утвержденным Указом Президента РФ № 1392 от 16 ноября 1992 г (действует до настоящего времени) под холдинговой компанией понимается предприятие любой организационно-правовой формы, которое обладает контрольными пакетами акций других предприятий, объединенных в единую структуру, обеспечивает управление ими и контроль над их деятельностью.

Различают следующие основные типы холдингов.

**Финансовый холдинг** - основное предприятие (или материнская компания), выполняющее исключительно финансово-инвестиционные и контрольные функции по отношению к дочерним предприятиям. Осуществление функций координации производства со стороны основного предприятия не предусматривается. Финансовый холдинг близок к интеграции предприятий вокруг банка в финансово-промышленную группу.

**Управляющий холдинг** - основное предприятие, которое осуществляет полный набор функций по единому научно-техническому и организационно-экономическому руководству дочерними предприятиями.

**Смешанный (производственно-финансовый) холдинг** - основное предприятие, которое, помимо выполнения управляющих функций, присущих вышеперечисленным типам холдинга, ведет самостоятельную предпринимательскую деятельность в производственной, торговой и других сферах.

Холдинговый метод объединения предприятий - процесс довольно простой. Фактически необходимо приобрести большинство (пакет) акций, позволяющих на собрании собственников контролировать деятельность предприятия. При этом не обязательно сталкиваться с владельцами облигаций и привилегированных акций. Чаще всего обыкновенные акции предприятий приобретаются путем обмена на акции холдинга.

В рамках холдинговой компании могут формироваться так называемые "центры прибыли", на уровне которых образуется или калькулируется получаемая прибыль и оцениваются хозяйственные результаты. Крупнейшие центры прибыли объединяют центры прибыли более низкого уровня. Они обычно организационно совпадают с основными дочерними фирмами.

Центр прибыли высшего порядка - сама материнская компания. Кроме центров прибыли, в структуре компании могут формироваться "центры финансовой ответственности", "центры затрат", а также финансовые центры других типов.

Соотношение центров финансового управления холдинга проиллюстрировано на рис. 1.8.



**Рис. 1.8. Соотношение центров финансового управления холдинга**

Для российских холдинговых компаний наиболее характерен комбинированный подход в управлении дочерними филиалами, т. е. если в оперативной сфере - производстве или сбыте продукции - дочерняя фирма часто относительно независима, то в сфере финансов и инвестиций она контролируется материнской компанией. Последняя сохраняет право вето по конкретным хозяйственным вопросам и кадровым решениям. Этот подход можно кратко сформулировать в виде трех принципов:

- дочерние фирмы создаются как самостоятельные юридические лица;
- дочерние фирмы имеют собственную финансовую систему;
- материнское предприятие имеет возможность контролировать операции и финансовый механизм дочерних фирм.

Головное предприятие определяет оперативные и долгосрочные финансовые цели, касающиеся величины прибыли, нормативов накладных расходов, уровня зарплаты, окладов и т.д.

Основным элементом финансового планирования холдинга и контроля за деятельностью дочерних фирм является построение и анализ:

- консолидированного отчета о движении денежных средств;
- отчета о финансовых результатах;
- консолидированного баланса холдинга.

**Хозяйственные партнерства.** В соответствии с Федеральным законом от 3 декабря 2011г. № 381-ФЗ "О хозяйственных партнерствах" хозяйственным партнерством признается созданная двумя или более лицами коммерческая организация, в управлении деятельностью которой принимают участие партнерства, а также иные лица в пределах и в объеме, которые предусмотрены соглашением об управлении партнерством.

**Контрактные группы,** которые могут быть в форме:

- простого товарищества;
- стратегического альянса.

**Государственно-частное партнерство (ГЧП).** В российской экономике заметна активность государства на уровне стратегических интеграционных процессов, особенно в наиболее важных видах экономической деятельности. Государственные органы либо выступают организаторами проведения интеграции, либо не препятствуют включению в состав корпоративных структур, формируемых по инициативе акционерных обществ, предприятий с государственным участием в акционерном капитале.

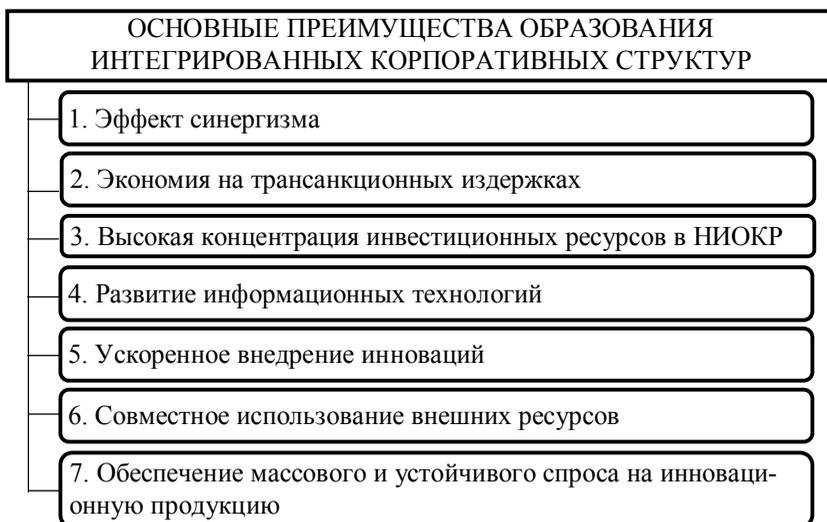
Государственно-частное партнерство является одним из наиболее распространенных инструментов привлечения частных инвестиций в инфраструктурные проекты. Учитывая общественную значимость состояния инфраструктуры, большинство стран создают и модернизируют объекты инфраструктуры за счет бюджетных ассигнований. В первую очередь государство финансирует: строительство дорог, создание объектов коммунальной инфраструктуры, модернизацию социальной инфраструктуры, развитие образования и здравоохранения и т.д. При этом для полного удовлетворения спроса на инфраструктурные инвестиции, как показывает практика, одних только государственных ресурсов недостаточно. Формирование интегрированных корпораций со смешанной формой собственности позволяет, с одной стороны, обеспечить приоритет государственных интересов, а с другой стороны, реально привлечь частные инвестиции на основе соучастия частных инвесторов в капитале корпорации. Наиболее распространенной формой государственно-частного партнерства является корпоративное объединение холдингового типа.

С принятием Федерального закона от 13 июня 2015 г. № 224-ФЗ "О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" взаимодействие государства и частного бизнеса получило правовую основу, целями которого являются привлечение частных инвестиций в российскую экономику, повышение качества товаров и услуг, организация обеспечения которыми потребителей относится к вопросам ведения органов государственной власти, органов местного самоуправления.

В целом следует отметить, что специфика создания в России структур корпоративного типа связана с объединением промышленного потенциала и финансового капитала для концентрации инвестиционных ресурсов с целью преодоления износа, обновления оборудования, внедрения новой техники и технологии, которые позволили бы решать вопросы качества и конкурентоспособности продукции, а в конечном итоге роста экономики России.

### **1.2.5. Основные преимущества образования интегрированных корпоративных структур**

К основным преимуществам, которые лежат в основе образования корпоративных структур, можно отнести следующие (рис. 1.9).



**Рис. 1.9. Основные преимущества образования интегрированных корпоративных структур**

**1. Эффект синергизма.** В своей книге "Новая корпоративная стратегия" И. Ансофф пишет, что в деловой литературе данное понятие называется эффектом " $2 + 2 = 5$ ", чтобы подчеркнуть, что фирма ищет такие товарно-рыночные комбинации, в которых эффект от суммы больше, чем сумма эффектов составных частей.

Инвестиционный синергизм, по мнению И. Ансоффа, появляется вследствие совместного использования производственных мощностей, общих запасов сырья, переноса исследований и разработок с одного продукта на другой, общей технологической базы, совместной обработки изделий, использования одного и того же оборудования.

По нашему мнению, инвестиционный синергизм имеет место в том случае, когда получаемые доходы от инвестиционных проектов, из которых сформирована программа, превышают сумму доходов от реализации тех же самых инвестиционных проектов по отдельности.

**2. Экономия на транзакционных издержках.** В экономической литературе существует множество классификаций и типологий транзакционных издержек. Наиболее распространенной является следующая типология, включающая пять типов транзакционных издержек:

- издержки поиска информации. Перед тем, как будет совершена сделка или заключен контракт, нужно располагать информацией о том, где можно найти потенциальных покупателей и продавцов соответствующих товаров и факторов производства, каковы сложившиеся на данный момент цены;

- издержки ведения переговоров. Рынок требует отвлечения значительных средств на проведение переговоров об условиях обмена, на заключение и оформление контрактов. Основной инструмент экономики такого рода затрат - стандартные ( типовые) договоры;

- издержки измерения. Любой продукт или услуга - это комплекс характеристик. В акте обмена неизбежно учитываются лишь некоторые из них. Сюда относятся затраты на соответствующую измерительную технику, на проведение собственно измерения, на осуществление мер, имеющих целью обезопасить стороны от ошибок измерения и, наконец, потери от этих ошибок. Издержки измерения растут с повышением требований к точности;

- издержки спецификации и защиты прав собственности. В эту категорию входят расходы на содержание судов арбитража, государственных органов, затраты времени и ресурсов, необходимых для восстановления нарушенных прав, а также потери от плохой их спецификации и ненадежной защиты;

- издержки оппортунистического поведения. Это самый скрытый элемент трансакционных издержек.

Различают две основных формы оппортунистического поведения.

*Первая носит название морального риска.* Самая распространенная разновидность оппортунистического поведения такого рода - отлынивание, когда агент работает с меньшей отдачей, чем от него требуется по договору.

*Вторая форма оппортунистического поведения* - вымогательство. Возможности для него появляются тогда, когда несколько человек длительное время работают в тесной кооперации и настолько притираются друг к другу, что каждый становится незаменимым, уникальным для остальных членов группы. Это значит, что если какой-то человек решит покинуть группу, то остальные участники кооперации не смогут найти ему эквивалентной замены на рынке и понесут невосполнимые потери. Поэтому возникает возможность для шантажа в форме угрозы выхода из группы.

### ***3. Высокая концентрация инвестиционных ресурсов в НИОКР.***

Для модернизации предприятий, принципиального обновления их технологической базы нужны массивные инвестиции. Возможность их самостоятельного обеспечения у многих отечественных предприятий подорвана многолетними изъятиями доходов, включая амортизацию, в государственный бюджет, а также недостатками хозяйственного управления в новых экономических условиях. Объединение в крупные интегрированные корпоративные структуры позволит создать центры инвестирования и финансировать мощные исследовательские подразделения.

***4. Развитие информационных технологий.*** Многие инвестиционные процессы - результат длинных серий прогнозов и корректировок. В эти процессы вовлекаются различные структуры: как участники интегрированной корпоративной структуры, так и институты инфраструктуры рынка инвестиций. В данной связи необходима координация их усилий, основанная на оперативном доступе к информации. Сведения о реакции потребителей на новую продукцию, о производственно-экономических проблемах, о сложностях на различных этапах жизненного цикла инвестиционного проекта должны стать достоянием всех участников интегрированной структуры. Их четкое взаимодействие достигается согласованным приспособлением к новой информации, что требует значительных расходов. Однако они уменьшаются с развитием и активным применением современных информационных технологий.

**5. Ускоренное внедрение инноваций.** Объединение в крупные интегрированные корпоративные структуры способствует ускоренному обновлению продукции ее участников. В конкуренции часто выигрывает не тот, кто изобрел, а кто может быстрее воплотить изобретение в продукцию, придать ей вид, отвечающий запросам потребителей. В рамках совместной инвестиционной деятельности облегчается финансирование инноваций.

**6. Совместное использование внешних ресурсов.** Предприятие получает доступ к соответствующим внешним ресурсам (информации, технологиям, сырью, комплектующим и т.д.) лишь при той или иной интеграции с компаниями, контролирующими такие ресурсы.

**7. Обеспечение массового и устойчивого спроса на инновационную продукцию.** Интегрированные корпоративные структуры способны самостоятельно обеспечить относительно массовый и устойчивый спрос на новую продукцию, создаваемую в результате реализации инвестиционного проекта, в критический период ее освоения, когда снижение издержек до приемлемого уровня зависит, прежде всего, от объемов производства и реализации этой продукции. Особенно сложна ситуация, когда объем продаж, при котором производство становится прибыльным, должен быть относительно велик. Поддержка участниками интегрированной корпоративной структуры предприятия, реализующего инвестиционный проект, помогает выйти на массовый объем производства новой продукции.

### **1.3. Инвестиционный рынок**

Инвестиционная деятельность предприятия неразрывно связана с функционированием инвестиционного рынка, развитием его видов и сегментов, состоянием его конъюнктуры. Хотя термин "инвестиционный рынок" уже достаточно продолжительное время используется экономистами, однозначная трактовка этого понятия до сих пор не выработана.

В зарубежной практике инвестиционный рынок отождествляется, как правило, с рынком ценных бумаг (фондовым рынком), которые выступают основным инструментом инвестиционного вложения капитала как индивидуальными, так и институциональными инвесторами. В нашей стране преимущественным направлением инвестиционной деятельности предприятия является реальное инвестирование в форме капитальных вложений; соответственно инвестиционный

рынок в наиболее частой трактовке отечественных экономистов рассматривается как рынок капитальных товаров (строительных материалов, производственно-технического оборудования и т.п.).

Оба эти подхода к понятию инвестиционного рынка являются, на наш взгляд, чрезмерно узкими, не охватывающими всего многообразия объектов (инструментов) инвестирования предприятия (и других видов инвесторов), свободно обращающихся (продающихся и покупающихся) в условиях рыночной экономики.

Определяя понятие "инвестиционный рынок", нам представляется, что необходимо исходить из следующих принципиальных положений:

1. Понятие "инвестиционный рынок" должно интегрировать обращение объектов (инструментов) как реального, так и финансового инвестирования.

2. Объектами (инструментами) обращения инвестиционного рынка должны выступать все виды инвестиционных товаров и институтов, обеспечивающие полный спектр инвестиций предприятия (и других инвесторов) в разнообразных их формах.

3. Наряду с инвестиционными товарами и инструментами объектами обращения на инвестиционном рынке должны являться и инвестиционные услуги, оказываемые инвесторам в процессе их реального и финансового инвестирования.

С учетом изложенных положений понятие инвестиционного рынка предлагается сформулировать следующим образом: **"Инвестиционный рынок представляет собой рынок, на котором объектами покупки-продажи выступают разнообразные инвестиционные товары и инструменты, а также инвестиционные услуги, обеспечивающие процесс реального и финансового инвестирования"**.

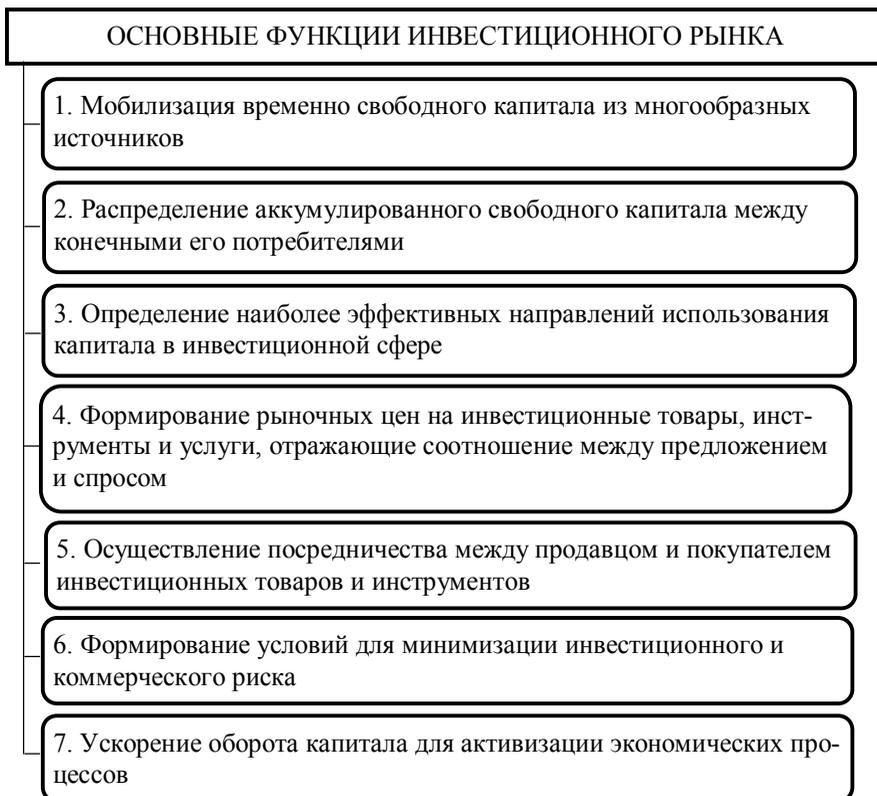
Инвестиционный рынок чрезвычайно сложная система, в которой обращаются многообразные товары и инструменты, обеспечивающие инвестиционный спрос всех видов инвесторов. Этот рынок обслуживается специальными инвестиционными институтами, располагает довольно разветвленной и разнообразной инвестиционной инфраструктурой.

### **1.3.1. Основные функции инвестиционного рынка**

В экономической системе страны, функционирующей на рыночных принципах, инвестиционный рынок играет большую роль, которая определяется следующими основными функциями (рис. 1.10):

**1. Мобилизацией временно свободного капитала из многообразных источников.** Этот свободный капитал, находящийся в форме общественных сбережений, т.е. денежных и других видов инвестиционных ресурсов населения, предприятий, государственных органов, не истраченных на текущее потребление, вовлекается через механизм инвестиционного рынка отдельными его участниками для последующего эффективного использования в инвестиционном процессе страны.

**2. Распределением аккумулированного свободного капитала между конечными его потребителями.** Механизм функционирования инвестиционного рынка обеспечивает выявление объема и структуры спроса на отдельные инвестиционные товары и инструменты и своевременное его удовлетворение в разрезе всех категорий потребителей, временно нуждающихся в привлечении капитала из внешних источников.



**Рис. 1.10. Основные функции инвестиционного рынка**

**3. Определением наиболее эффективных направлений использования капитала в инвестиционной сфере.** Удовлетворяя значительный объем и обширнейший круг инвестиционных потребностей хозяйствующих субъектов, механизм инвестиционного рынка через систему ценообразования на отдельные инвестиционные товары и инструменты выявляет наиболее эффективные сферы и направления инвестиционных потоков с позиций обеспечения высокого уровня доходности используемого в этих целях капитала.

**4. Формированием рыночных цен на инвестиционные товары, инструменты и услуги, отражающие соотношение между их предложением и спросом.** Рыночный механизм ценообразования совершенно противоположен государственному, хотя и находится под определенным воздействием государственного регулирования. Этот рыночный механизм позволяет полностью учесть текущее соотношение спроса и предложения по разнообразным инвестиционным товарам и услугам, формирующее соответствующий уровень цен на них; в максимальной степени удовлетворить экономические интересы их продавцов и покупателей.

**5. Осуществлением посредничества между продавцом и покупателем инвестиционных товаров и инструментов.** В системе инвестиционного рынка получили "прописку" специальные инвестиционные институты, осуществляющие такое посредничество. Данные инвестиционные посредники хорошо ознакомлены с состоянием текущей инвестиционной конъюнктуры, условиями осуществления сделок по различным инвестиционным товарам и инструментам и в кратчайшие сроки могут обеспечить связь продавцов и покупателей. Инвестиционное посредничество способствует ускорению не только финансовых, но и товарных потоков, делает возможной минимизацию связанных с этим общественных затрат.

**6. Формированием условий для минимизации инвестиционно-го и коммерческого риска.** Инвестиционный рынок выработал свой собственный механизм страхования ценового риска (и соответствующую систему специальных инвестиционных инструментов), который в условиях нестабильности экономического развития страны и конъюнктуры финансового и товарного рынков позволяет до минимума снизить инвестиционный и коммерческий риск продавцов и покупателей финансовых активов и реальных товаров, связанный с изменением цен на них.

**7. Ускорением оборота капитала для активизации экономических процессов.** Обеспечивая мобилизацию, распределение и эффективное использование свободного капитала, удовлетворение в кратчайшие сроки потребности в нем отдельных хозяйствующих субъектов, инвестиционный рынок способствует ускорению оборота используемого капитала, каждый цикл которого генерирует дополнительную инвестиционную прибыль и прирост национального дохода страны в целом.

### **1.3.2. Основные признаки современной систематизации инвестиционных рынков**

Понятие "инвестиционный рынок" является в определенной мере собирательным, обобщенным. В реальной практике оно характеризует обширную систему отдельных видов инвестиционных рынков с разнообразными сегментами каждого из этих видов. Современная систематизация инвестиционных рынков выделяет различные их формы в соответствии с их основными признаками. Общая структура инвестиционного рынка в разрезе отдельных его видов представлена на рис. 1.11.

**I.** По объектам обеспечения различных видов инвестирования выделяют два основных вида инвестиционных рынков.

**1. Рынок объектов реального инвестирования.** Он характеризует инвестиционный рынок, на котором объектом купли-продажи выступают все виды товаров и услуг, обеспечивающие процесс реального инвестирования отдельных субъектов хозяйствования. По объему операций рынок реального инвестирования является на современном этапе развития нашей страны главным в системе инвестиционного рынка.

**2. Рынок финансовых инструментов инвестирования.** Он характеризует инвестиционный рынок, на котором объектом купли-продажи выступают все виды инвестиционных инструментов и услуг, обеспечивающие процесс финансового инвестирования различных субъектов хозяйствования. По темпам своего развития этот рынок является наиболее динамичным, хотя в настоящее время объем инвестиционных операций предприятий на нем относительно небольшой.

**II.** По видам обращающихся инвестиционных товаров, инструментов и услуг предлагается выделять следующие виды инвестиционных рынков:

**1. Рынок недвижимости.** Этот вид рынка охватывает обращение предприятий как:

- целостных имущественных комплексов;
- объектов приватизации, которые целиком продаются на аукционах, по конкурсу или полностью выкупаются трудовыми коллективами (та часть приватизируемых объектов, которые вначале акционируются, а затем реализуются в виде пакетов акций, являются объектами финансового инвестирования);
- производственных объектов незавершенного строительства; офисов, квартир для сотрудников предприятия, земельных участков и т.п.

**2. Рынок капитальных товаров.** В современной инвестиционной практике к этому виду рынка относится обращение товаров производственно-технического предназначения (машин, механизмов, производственного оборудования), средств связи и коммуникации, компьютерной техники, а также широкой номенклатуры товаров строительного назначения (стройматериалов).

**3. Рынок объектов инновационного инвестирования.** Объектами купли-продажи на этом рынке выступают патенты на изобретения и открытия, лицензии на права их использования, ноу-хау, торговые марки, товарные знаки и другие права. Этот рынок позволяет предприятиям в процессе инвестиционной деятельности формировать необходимые нематериальные активы.

**4. Рынок прочих объектов реального инвестирования.** Предметом обращения на этом рынке являются все иные товары, не вошедшие в рассмотренные выше группы, используемые в процессе осуществления реальных инвестиций во внеоборотные и оборотные операционные активы предприятия.

**5. Рынок услуг в сфере реального инвестирования.** Объектом обращения на этом рынке выступают такие виды услуг, как подготовка бизнес-планов реальных инвестиционных проектов (или консультирование по отдельным разделам его обоснования); проектирование отдельных объектов или технологических процессов; осуществление строительно-монтажных работ и т.п.

**6. Рынок ценных бумаг (или фондовый рынок).** Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи являются все виды ценных бумаг (фондовых инструментов), эмитированных предприятиями, различными финансовыми институтами и государством. В

странах с развитой рыночной экономикой рынок ценных бумаг - наиболее обширный вид инвестиционного рынка по объему совершаемых сделок и многообразию обращающихся на нем финансовых инструментов. Функционирование рынка ценных бумаг позволяет упорядочить и повысить эффективность многих экономических процессов, и в первую очередь, процесса инвестирования временно свободных финансовых ресурсов. Механизм функционирования этого рынка дает возможность проводить на нем инвестиционные операции наиболее быстрым способом и по более справедливым ценам, чем на других видах инвестиционных рынков. Этот рынок в наибольшей степени поддается инвестиционному инжинирингу - процессу целенаправленной разработки новых инструментов и новых схем осуществления инвестиционных операций.

**7. Рынок денежных инструментов инвестирования.** Этот рынок представлен прежде всего такими инструментами инвестирования, как денежные вклады - срочные и до востребования. Кроме того, ярко выраженные инфляционные процессы в нашей стране сделали объектом инвестирования на этом рынке свободно конвертируемую твердую валюту ряда стран (приобретение иностранной валюты на валютном рынке для осуществления внешнеэкономических операций к инвестициям не относится).

**8. Рынок золота (и других драгоценных металлов - серебра, платины).** Он характеризует рынок, на котором объектом купли-продажи выступают вышеперечисленные виды ценных металлов, в первую очередь, золота. На этом рынке осуществляются операции страхования финансовых активов, обеспечения резервирования этих активов для приобретения необходимой валюты в процессе международных расчетов, проведения инвестиционных спекулятивных сделок. Этот же рынок удовлетворяет потребности в промышленно-бытовом использовании этих металлов. Такая многофункциональность рынка золота связана с тем, что оно выступает не только общепризнанным инвестиционным активом и наиболее безопасным средством резервирования свободных денежных средств, но и ценным сырьевым товаром для ряда производственных предприятий. В нашей стране рынок золота является наименее развитым видом инвестиционного рынка из-за отсутствия даже минимально необходимого нормативно-правового его регулирования.

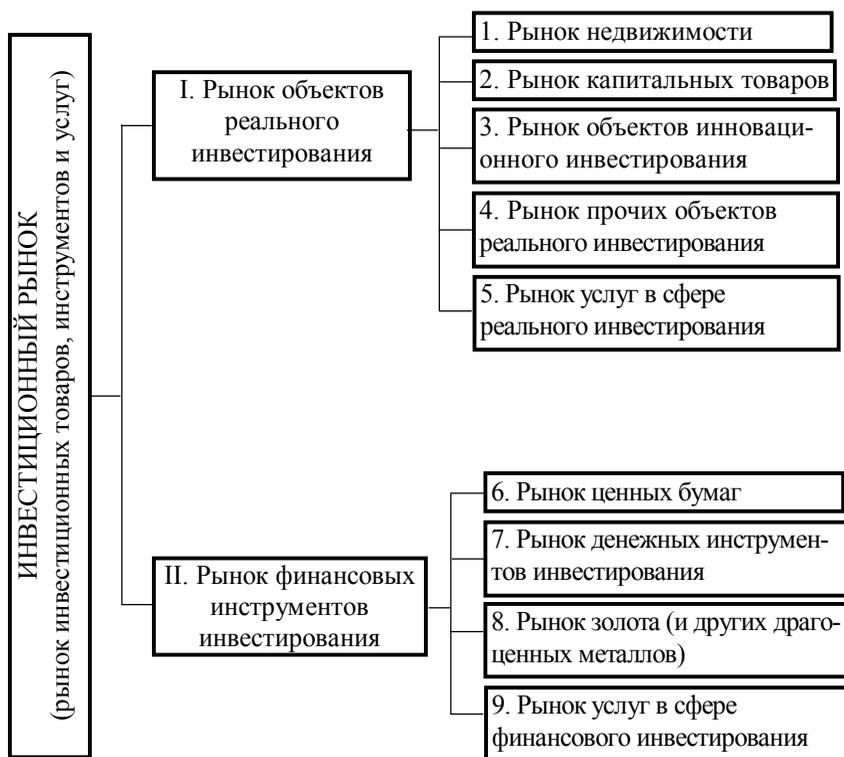


Рис. 1.11. Состав инвестиционного рынка в разрезе отдельных его видов

**9. Рынок услуг в сфере финансового инвестирования.** Объект обращения на этом рынке - посреднические услуги, а также услуги по регистрации и хранению ценных бумаг, информационные и другие виды услуг.

### 1.3.3. Конъюнктура инвестиционного рынка

Функционирование инвестиционного рынка подчинено действию определенного экономического механизма, основу которого составляет взаимосвязь его важнейших элементов, характеризующих состояние и развитие как инвестиционного рынка в целом, так и его отдельных видов, т.е. спрос, предложение и цена. Механизм функционирования инвестиционного рынка направлен на обеспечение равновесия этих элементов.

Соотношение объема спроса и предложения, а также уровня цен на инвестиционные товары, инструменты и услуги постоянно меняется на инвестиционном рынке в целом, на отдельных его видах и сегментах. Это общее состояние динамики отдельных элементов инвестиционного рынка представляет собой чрезвычайно сложное экономическое явление, поскольку оно формируется под влиянием множества разнородных и разнонаправленных внутрирыночных и макроэкономических факторов.

В то же время каждому инвестиционному менеджеру, выступающему на инвестиционном рынке в роли как покупателя, так и продавца отдельных инвестиционных инструментов, важно знать, на какую степень активности инвестиционного рынка в целом, отдельных его видов и сегментов ему следует ориентироваться при разработке инвестиционной стратегии и инвестиционной политики, выборе источников привлечения инвестиционных ресурсов, формировании программы реальных и финансовых инвестиций и т.п. Если предстоящий характер инвестиционного рынка в рамках тех сегментов, в которых предприятие намеревается осуществлять свою инвестиционную деятельность, определен неправильно, неизбежны просчеты в выборе направлений и форм реального и финансового инвестирования, отборе конкретных реальных проектов, финансовых инструментов, снижение эффективности инвестиционной деятельности, а в отдельных случаях - ощутимая потеря капитала, приводящая к банкротству.

Степень активности инвестиционного рынка в разрезе отдельных его видов и сегментов, соотношение некоторых его элементов - объема спроса и предложения, уровня цен на отдельные инвестиционные товары, инструменты и услуги - определяются путем изучения его конъюнктуры.

Конъюнктура инвестиционного рынка представляет собой форму проявления системы факторов (условий), характеризующих состояние спроса, предложения, цен и конкуренции на рынке в целом и в отдельных его видах и сегментах.

Динамика конъюнктуры инвестиционного рынка испытывает постоянные колебания отдельных его элементов. Эти колебания носят разный характер, принимают различные формы и классифицируются по следующим основным признакам.

**1. По масштабу колебаний конъюнктуры** выделяются следующие основные виды этих колебаний:

*а) колебания конъюнктуры инвестиционного рынка в целом* носят наиболее масштабный характер, определяемый действием макроэкономических факторов и существенным изменением форм государственного регулирования этого рынка. Они происходят одновременно и однонаправленно на всех видах инвестиционного рынка;

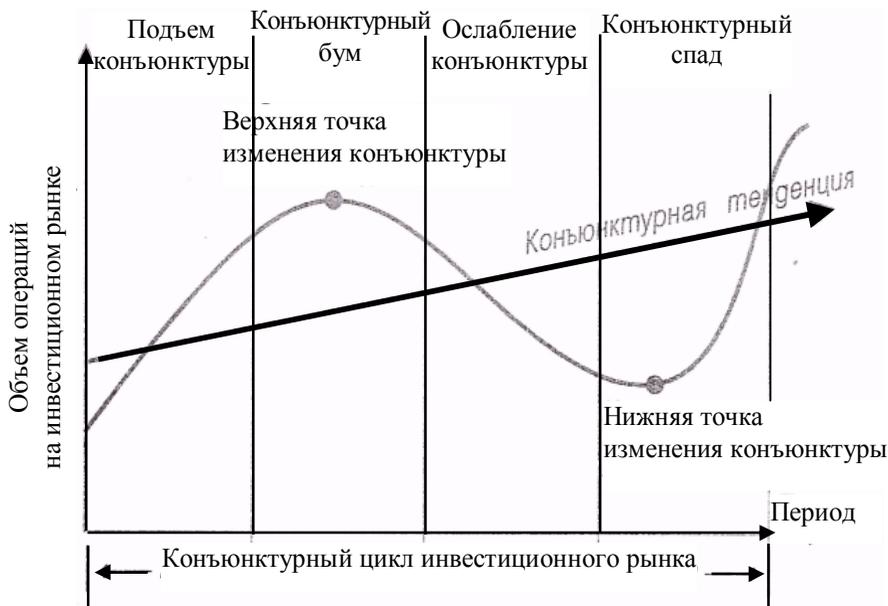
*б) колебания конъюнктуры отдельных видов инвестиционного рынка* происходят под воздействием отдельных макроэкономических факторов или изменения форм государственного регулирования конкретных видов инвестиционных рынков. В рамках отдельных периодов колебания конъюнктуры различных инвестиционных рынков могут носить разнонаправленный характер;

*в) колебания конъюнктуры в отдельных сегментах инвестиционного рынка* могут вызываться действием отдельных макро- и микроэкономических факторов и по направленности могут не соответствовать тенденциям развития конкретного вида инвестиционного рынка;

*г) колебания конъюнктуры по отдельным инвестиционным товарам и инструментам* определяются преимущественно действием микроэкономических факторов и прежде всего - сокращением или увеличением объема производства отдельных капитальных товаров, изменением финансового состояния продавцов этих инструментов (отдельных банков и других кредитно-финансовых учреждений, предприятий-эмитентов ценных бумаг и т.п.).

**2. По стадиям конъюнктурного цикла** эти колебания охватывают все уровни инвестиционного рынка и носят продолжительный характер. Для инвестиционного рынка в целом, отдельных его уровней характерны следующие четыре стадии конъюнктурного цикла (рис. 1.12).

*а) подъем конъюнктуры* обусловлен повышением активности рыночных процессов в связи с оживлением экономики в целом. Проявление подъема конъюнктуры характеризуется ростом объема спроса на отдельные инвестиционные товары и инструменты, повышением уровня цен (ставки процента) на них, возрастанием конкуренции среди операторов инвестиционного рынка, инвестиционных посредников и т.п. Фондовый рынок в период подъема конъюнктуры характеризуется как "бычий";



**Рис. 1.12. Стадии изменения конъюнктуры инвестиционного рынка**

б) *конъюнктурный бум* характеризует резкое возрастание спроса на основные инвестиционные товары и инструменты, особенно объекты инвестирования, которое предложение (несмотря на его рост) полностью удовлетворить не может. В этот период растут цены (ставки процента) на объекты инвестирования, повышаются доходы инвесторов, инвестиционных посредников и операторов инвестиционного рынка. "Бычий рынок" в этот период достигает своего пика;

в) *ослабление конъюнктуры* инвестиционного рынка связано со снижением инвестиционной активности, что объясняется началом спада в экономике в целом, относительно высоким предложением различных инвестиционных товаров, инструментов и услуг при снижении спроса на них. Для этой стадии характерны сначала стабилизация, а затем и начало падения цен на большинство инвестиционных товаров и инструментов. Фондовый рынок в этот период начинает формироваться как "медвежий";

г) *конъюнктурный спад* на инвестиционном рынке является наиболее неблагоприятным его периодом с позиций инвестиционной ак-

тивности, объема продажи инвестиционных товаров и инструментов и уровня их доходности (кроме долговых ценных бумаг и депозитных вкладов). На этой стадии конъюнктуры инвестиционного рынка существенно снижаются цены на объекты инвестирования, "медвежий рынок" достигает своего пика.

**3. По продолжительности колебаний конъюнктуры** выделяют следующие виды этих колебаний:

*а) краткосрочные колебания конъюнктуры*, продолжительность которых составляет период от нескольких дней до нескольких недель. Они вызываются активной спекулятивной игрой отдельных участников рынка (игрой на повышение или игрой на понижение курсовой стоимости отдельных инвестиционных товаров и инструментов); реакцией на существенные изменения конъюнктуры зарубежных инвестиционных рынков, последствия для национального рынка трудно предугадать; действием других случайных факторов;

*б) среднесрочные колебания конъюнктуры* продолжительностью от нескольких недель до нескольких месяцев. Они носят характер "рыночных волн" и вызываются действием сезонных или иных факторов, которые могут быть выявлены в процессе трендового анализа уровня цен на отдельные инвестиционные товары и инструменты;

*в) долгосрочные колебания конъюнктуры* длятся от нескольких месяцев до нескольких лет. Такие колебания вызываются обычно сменой фаз развития экономики страны в целом; изменением стадий конъюнктурного цикла; сменой стадий жизненного цикла отдельных инвестиционных товаров и инструментов; кардинальным изменением форм государственного регулирования инвестиционного рынка в связи с корректировкой инвестиционной политики государства и другими аналогичными существенными факторами долгосрочного характера.

О характере всех форм колебаний конъюнктуры свидетельствуют различные индикаторы инвестиционного рынка, представляющие собой агрегированные индексы динамики текущих рыночных цен, которые отражают состояние конъюнктуры в разрезе отдельных его видов и сегментов.

Из всего многообразия индексов инвестиционного рынка, используемых в мировой практике, наиболее популярным является ин-

декс Доу-Джонса (промышленный) - усредненный показатель динамики текущих курсов акций 30 ведущих промышленных компаний США. Этот показатель является основным индикатором конъюнктуры инвестиционного рынка США, на который ориентируются инвесторы многих стран.

#### **1.4. Инвестиционный климат в России**

Под инвестиционным климатом страны понимается система экономических, правовых, социальных, политических и других условий осуществления инвестиционной деятельности, оказывающих значительное влияние на уровень доходности и риска инвестиций. Специфика этого фактора инвестиционной активности заключается в том, что основные параметры инвестиционного климата регулируются государством с помощью правового и экономического механизма. Основные формы государственного регулирования инвестиционной деятельности предприятий, воздействующие на их инвестиционную активность, представлены на рис. 1.13.

Создание благоприятного инвестиционного климата - это важная проблема для привлечения инвесторов и получения инвестиций на долговременной основе. Для любой страны, экономика которой находится в состоянии недостаточной деловой активности, формирование благоприятного инвестиционного климата - залог стабилизации и ее будущего роста.

Государственное регулирование инвестиционной деятельности дополняет механизм ее рыночной саморегуляции, усиливая или снижая влияние отдельных факторов, определяющих инвестиционную активность отдельных субъектов хозяйствования. Кроме того, отдельные формы государственного регулирования инвестиционной деятельности инициируют эту активность в сфере автономных инвестиций (вне зависимости от технологического прогресса) и через механизм инвестиционного мультипликатора-акселератора усиливают кумулятивный инвестиционный процесс в экономике, обеспечивая базу будущего возрастания инвестиционной активности предприятий.

## ФОРМЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

1. Определение приоритетных сфер и объектов инвестирования
2. Бюджетное регулирование инвестиционной деятельности
3. Налоговое регулирование инвестиционной деятельности
4. Формирование государственной кредитной политики в сфере инвестиционной деятельности
5. Формирование государственной амортизационной политики
6. Формирование условий для минимизации инвестиционного и коммерческого риска
7. Регулирование основных параметров функционирования рынка ценных бумаг
8. Формирование государственных требований к экспертизе инвестиционных проектов
9. Обеспечение правовой защиты инвестиций
10. Регулирование форм и условий осуществления зарубежных инвестиций
11. Развитие государственного образования подготовки специалистов в сфере инвестиционной деятельности

**Рис. 1.13. Основные формы государственного регулирования инвестиционной деятельности предприятия**

Выше были рассмотрены важнейшие факторы внешней среды, которые проявляются на макроэкономическом уровне и влияют на инвестиционную активность предприятия. Характер этого влияния показан на рис. 1.14.

<b>Повышает инвестиционную активность предприятий</b>	<b>Снижает инвестиционную активность предприятий</b>
1. Рост склонности к сбережению	1. Рост склонности к потреблению
2. Снижение нормы ликвидности активов	2. Рост нормы ликвидности активов
3. Снижение ставки процента на финансовом рынке	3. Рост ставки процента на финансовом рынке
4. Интенсификация темпов технологического прогресса	4. Замедление темпов технологического прогресса
5. Снижение темпов инфляции	5. Возрастание темпов инфляции
6. Рост деловой активности	6. Снижение деловой активности
7. Высокий уровень сегментации, конкуренции, развития инфраструктуры инвестиционного рынка	7. Низкий уровень сегментации и развития инфраструктуры инвестиционного рынка
8. Благоприятный инвестиционный климат	8. Неблагоприятный инвестиционный климат

**Рис. 1.14. Характер влияния отдельных макроэкономических факторов на инвестиционную активность предприятий**

Устойчивое развитие российской экономики оказало прямое влияние на повышение ее инвестиционной привлекательности как для отечественных, так и для иностранных инвесторов. Так, в 2010-2016 гг. российский суверенный кредитный рейтинг имел умеренно высокий уровень кредитоспособности у всех трех ведущих международных рейтинговых агентств (Standard & Poor'S, Mood'S, Fitch). Динамика роста суверенного кредитного рейтинга Российской Федерации представлена в табл. 1.

**Таблица 1.1**

**Динамика роста суверенного кредитного рейтинга Российской Федерации в 2010-2016 гг.**

<b>Рейтинговые агентства</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Standard & Poor'S	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB+
Mood'S	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa3	Baa3	Ba1
Fitch	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-

Понижение кредитного рейтинга РФ началось с 2014 г. в связи с введением экономических санкций в отношении России.

Инвестиционная деятельность в России становится эффективной по большинству инвестиционных проектов при номинальных про-

центных ставках за кредит в размере не выше 20-22 %. Эта ставка примерно соответствует экономической эффективности абсолютного большинства инвестиционных проектов. В данных пределах заемщики в состоянии оплатить банкам полагаемые процентные ставки: требования по риску инвестирования, получение нормальной прибыли и покрытие их текущих издержек. Уровень процентных ставок коммерческих банков по кредитам корреспондируется со ставкой рефинансирования ЦБ РФ, динамика которой отражает денежно-финансовую политику государства.

Снижение ставок заимствований способно привести к классическому экономическому эффекту - повышению масштабов инвестирования и, что очень важно, оживлению на фондовом рынке, привлечению прямых инвестиций (удешевление кредита приведет к сокращению затрат, а следовательно, к росту прибыли и повышению привлекательности акций компаний на фондовом рынке). Но для этого необходимо дальнейшее снижение темпов инфляции. Контроль за инфляцией, осуществление мер по ее снижению должны стать главной целью денежно-кредитной политики Правительства РФ и ЦБ на ближайшую перспективу и в том числе до 2020 г.

Инвестиционная деятельность невозможна без полноценного развития финансового рынка. Банковские кредиты, направляемые на финансирование инвестиций в основной капитал, по-прежнему составляют незначительную величину. Банковская система не в состоянии обеспечить реальный сектор экономики долгосрочными кредитами, так как не обладает для этих целей необходимым объемом собственного капитала.

Важное значение имеет решение проблем правового обеспечения инвестиционной деятельности. Инвестиционные процессы в РФ регулируются следующими федеральными законами:

- от 30 декабря 1995 г. № 225-ФЗ "О соглашениях о разделе продукции";
- от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (в редакции Федерального закона от 30 декабря 2008 г. № 320-ФЗ);
- от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ "О финансовой аренде (лизинге)" (в редакции Федерального закона от 29 января 2002 г. № 10-ФЗ);
- от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений";

- от 7 марта 1999 г. "О защите прав и законных интересов на рынке ценных бумаг";
- от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ "Об иностранных инвестициях в Российской Федерации";
- от 29 апреля 2008 г. № 57-ФЗ "О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства".

В настоящее время почти все эти законы в значительной мере устарели и не могут обеспечить выполнение новых задач радикального ускорения экономического развития, тем более в условиях мирового финансового кризиса. По нашему мнению, этой цели будет способствовать разработка серии законов, объединенных в Инвестиционный кодекс России, содержащий:

- закон об инвестиционной деятельности, осуществляемой в РФ, для различных форм реального инвестирования;
- закон о финансовых инвестициях;
- закон об осуществлении государственных инвестиций;
- законы о наиболее эффективных формах привлечения инвестиций (соглашение о разделе продукции, концессии, лизинге и др.);
- закон о защите инвестиций российских инвесторов за рубежом;
- закон об инвестиционной деятельности на территории стран СНГ и т.д.

Существенное значение в стимулировании и развитии инвестиционной деятельности имеет региональное законодательство. Так, Самарской губернской думой был принят Закон Самарской области от 16 марта 2006 г. № 19-ГД "Об инвестициях и государственной поддержке инвестиционной деятельности в Самарской области". В соответствии с данным Законом государственная поддержка инвестиционной деятельности на территории Самарской области направлена на создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности и осуществляется в форме:

- 1) предоставления инвестиционных налоговых кредитов в соответствии с федеральным законодательством и законодательством Самарской области;
- 2) предоставления инвесторам налоговых льгот по налогу на имущество организаций и установления пониженных ставок налога на прибыль организаций, зачисляемого в областной бюджет;

3) оказания инвесторам информационной, организационной и правовой поддержки в части:

- развития системы информационного обеспечения инвесторов;
- содействия развитию инфраструктуры инвестиционной деятельности;
- создания института государственных кураторов инвестиционных проектов;

4) в иных формах, не противоречащих федеральному законодательству и законодательству Самарской области.

В соответствии с Законом Самарской области от 25 ноября 2003 г. № 98-ГД "О налоге на имущество организаций на территории Самарской области" (в редакции законов Самарской области от 6 октября 2011 г. № 96-ГД, от 27 ноября 2014 г. №119-ГД, от 6 июля 2015 г. №75-ГД, от 13 февраля 2017 г. № 24-ГД) от уплаты налога освобождаются организации, осуществляющие инвестиционную деятельность на территории Самарской области по приоритетным видам экономической деятельности, указанным в приложении 3 к настоящему Закону (в редакции Закона Самарской области от 30 декабря 2016 г. № 147-ГД), в отношении имущества, созданного, реконструированного, модернизированного и (или) приобретенного в ходе реализации инвестиционного проекта (в том числе поступившего в виде вклада в уставный (складочный) капитал организации) и предназначенного для его реализации.

В соответствии с Законом Самарской области от 7 ноября 2005 г. № 187-ГД "О пониженных ставках налога на прибыль организаций, зачисляемого в областной бюджет" для организаций-инвесторов, осуществляющих на территории Самарской области инвестиционные проекты стоимостью от 100 млн руб. и выше, при условии ведения раздельного бухгалтерского учета имущества и доходов (расходов), полученных (понесенных) от деятельности в рамках каждого инвестиционного проекта, ставка налога на прибыль, зачисляемого в областной бюджет, устанавливается в размере 13,5 % (в редакции Закона Самарской области от 30 ноября 2017 г. № 115-ГД).

Закон "Об инвестициях и государственной поддержке инвестиционной деятельности в Самарской области" предусматривает возможность заключения инвестиционных меморандумов между правительством Самарской области и инвесторами, реализующими на территории области инвестиционные проекты стоимостью 650 млн руб. и более. В соответствии с инвестиционным меморандумом инвестору устанавливается режим наибольшего благоприятствования в период реализации инвестиционного проекта и назначается государственный куратор.

В скорейшей модернизации нуждается и социальная сфера российской экономики, так как уровень жизни населения, условия производства и развития человеческого капитала, интеллектуальный потенциал нации станут решающими факторами конкурентоспособности страны в эпоху глобализации. В этом случае инвестиционная деятельность призвана создать материальные предпосылки для социально-экономического развития государства. С позиций социального результата - это улучшение качества жизни, которое характеризуется показателями денежного дохода на душу населения, развития медицинского и культурно-бытового обслуживания граждан, состояния природной среды и т.д. Существенно зависит качество жизни от вложения инвестиций в такие отрасли, как образование, здравоохранение, жилищное и коммунальное хозяйство. С точки зрения социального результата, инвестиционные процессы, которые имеют место в условиях экономического роста, далеко не в полной мере способствуют социально-экономическому развитию государства.

### ***Тестовые задания***

1. Теория управления инвестициями базируется:

- а) на рекомендациях по подготовке и финансированию инвестиционных проектов Всемирного банка;
- б) методологии "Управление проектами";
- в) "Руководстве по оценке эффективности инвестиций", разработанном ЮНИДО.

2. Одним из основных принципов разработки календарного плана реализации инвестиционного проекта является:

- а) распределение ответственности за выполненные работы;
- б) ответственность подрядчика за исполнение всех этапов работ по реализации инвестиционного проекта;
- в) формирование фонда финансовой поддержки реализации инвестиционного проекта.

3. Основной особенностью инвестиционной деятельности предприятия является:

- а) обеспечение роста операционной деятельности предприятия, по отношению к которой она носит подчиненный характер;
- б) стимулирование роста оборотных активов;
- в) формирование необходимых инвестиционных ресурсов.

4. К основной задаче управления инвестиционной деятельностью предприятия относится:

- а) обеспечение максимальной платежеспособности инвестиций;
- б) формирование достаточного объема заемных средств;
- в) обеспечение инвестиционной поддержки высоких темпов развития операционной деятельности.

5. Одной из основных функций управления инвестициями является:

- а) управление инвестиционными потоками денежных средств;
- б) управление проведением научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ;
- в) управление формированием инвестиционной привлекательности предприятия.

6. Инвестиционная политика организации включает:

- а) выбор и реализацию наиболее эффективных форм реальных и финансовых инвестиций с целью обеспечения высоких темпов ее развития и постоянного возрастания ее рыночной стоимости;
- б) выбор и реализацию наиболее эффективных форм финансового обеспечения инвестиций;
- в) выбор и реализацию наиболее эффективных форм реальных инвестиций с целью обеспечения высоких темпов развития операционной деятельности.

7. Одним из основных этапов формирования инвестиционной политики предприятия является:

- а) политика обеспечения организации заемными средствами;
- б) выбор политики формирования инвестиционных ресурсов;
- в) исследование и учет состояния основных производственных фондов.

8. Какие типы корпораций предусматривает законодательство РФ:

- а) холдинги, концерны, финансово-промышленные группы, синдикаты, контрактные группы;
- б) ассоциации, холдинги, хозяйственные партнерства, контрактные группы;
- в) ассоциации, холдинги, консорциумы, финансово-промышленные группы, хозяйственные партнерства, тресты.

**9.** К числу основных преимуществ, которые лежат в основе инвестиционной деятельности корпораций по сравнению с отдельным предприятием, относится:

- а) централизованное управление финансовым обеспечением инвестиций;
- б) широкое использование различных форм реального инвестирования;
- в) высокая концентрация инвестиционных ресурсов в НИОКР.

**10.** Инвестиционный рынок - это рынок:

- а) объектов реального инвестирования, инструментов финансового инвестирования и нематериальных активов;
- б) инструментов финансового инвестирования;
- в) объектов реального инвестирования.

**11.** Состояние инвестиционного рынка характеризуют:

- а) конкуренция и монополия;
- б) спрос и предложение;
- в) цена капитала.

**12.** Рынок инструментов финансового инвестирования является рынком:

- а) денежным;
- б) фондовым;
- в) фондовым и денежным.

**13.** В процессе финансового анализа для целей определения инвестиционной привлекательности предприятия исследуются такие группы коэффициентов:

- а) эффективности, ликвидности и платежеспособности;
- б) рентабельности;
- в) мобильности.

**14.** Основными направлениями государственного регулирования, связанного с созданием благоприятного инвестиционного климата в стране, являются:

- а) налоговое регулирование инвестиционной деятельности;
- б) замедление темпов технологического прогресса;
- в) возрастание темпов инфляции.

## **2. ПЛАНИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ НА ПРЕДПРИЯТИИ**

---

---

### **2.1. Сущность инвестиционной стратегии предприятия**

Инвестиционная деятельность предприятия во всех ее формах не может сводиться к удовлетворению ее текущих инвестиционных потребностей в замене выбывающих активов или их прироста в связи с происходящими изменениями объема и структуры хозяйственной деятельности. На современном этапе все большее число предприятий осознают необходимость сознательного перспективного управления инвестиционной деятельностью на основе научной методологии предвидения ее направлений и форм, адаптации к общим целям развития предприятия и изменяющимся условиям внешней инвестиционной среды. Эффективным инструментом перспективного управления инвестиционной деятельностью предприятия, подчиненного реализации целей общего его развития в условиях происходящих существенных изменений макроэкономических показателей, системы государственного регулирования рыночных процессов, конъюнктуры инвестиционного рынка и связанной с этим неопределенностью, выступает инвестиционная стратегия.

**Инвестиционная стратегия представляет собой систему долгосрочных целей инвестиционной деятельности предприятия, определяемых общими задачами ее развития и выбором наиболее эффективных путей их достижения.**

Инвестиционную стратегию можно представить как генеральный план действий в сфере инвестиционной деятельности предприятия, определяющий приоритеты ее направлений и форм, характер формирования инвестиционных ресурсов и последовательность этапов реализации долгосрочных инвестиционных целей, обеспечивающих предусмотренное общее развитие предприятия. Процесс разработки инвестиционной стратегии - важнейшая составная часть общей системы стратегического выбора предприятия, основными элементами которого выступают миссия, общие стратегические цели развития, система функциональных стратегий в разрезе отдельных видов деятельно-

сти, способы формирования и распределения ресурсов. При этом инвестиционная стратегия находится в определенной соподчиненности с другими функциональными стратегиями предприятия. Иерархия такой соподчиненности в наиболее общем виде представлена на рис. 2.1.



**Рис. 2.1. Иерархия взаимосвязи инвестиционной стратегии с другими функциональными стратегиями предприятия**

Актуальность разработки инвестиционной стратегии предприятия определяется рядом условий.

**1. Важнейшим из таких условий является интенсивность изменений факторов внешней инвестиционной среды.** Высокая динамика основных макроэкономических показателей, связанных с инвестиционной активностью предприятия, темпы технологического прогресса, частые колебания конъюнктуры инвестиционного рынка, непостоянство государственной инвестиционной политики и форм регулирования инвестиционной деятельности не позволяют эффективно управлять инвестициями предприятия на основе лишь ранее накопленного опыта и традиционных методов инвестиционного менеджмента.

**2. Одним из условий, определяющих актуальность разработки инвестиционной стратегии предприятия, является его предстоящий переход к новой стадии жизненного цикла.** Каждой из стадий жизненного цикла предприятия присущи характерные для нее уровень инвестиционной активности, направления и формы инвестиционной деятельности, особенности формирования инвестиционных ресурсов. Разрабатываемая инвестиционная стратегия позволяет заблаговременно адаптировать инвестиционную деятельность предприятия к изменениям возможностей его экономического развития.

## РОЛЬ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ

1. Обеспечивает механизм реализации долгосрочных общих и инвестиционных целей экономического и социального развития предприятия
2. Оценивает инвестиционные возможности предприятия, обеспечивает максимальное использование его внутреннего потенциала и возможность маневрирования инвестиционными ресурсами
3. Обеспечивает быструю реализацию предприятием новых перспективных инвестиционных возможностей
4. Учитывает заранее возможные варианты развития неконтролируемых факторов внешней инвестиционной среды
5. Отражает сравнительные преимущества инвестиционной деятельности предприятия в сопоставлении с его конкурентами
6. Обеспечивает четкую взаимосвязь стратегического, текущего и оперативного управления инвестиционной деятельности предприятия
7. Формирует значения основных критериальных оценок выбора реальных инвестиционных проектов и финансовых инструментов инвестирования
8. Является одной из базисных предпосылок стратегических изменений общей структуры управления предприятием и т.д.

**Рис. 2.2. Основные направления инвестиционной стратегии в деятельности предприятия**

*3. Наконец, существенным условием, определяющим актуальность разработки инвестиционной стратегии, является кардинальное изменение целей операционной деятельности предприятия, связанное с открывающимися новыми коммерческими возможностями.*

Разработка инвестиционной стратегии предприятия на современном этапе базируется на методологических подходах новой концепции управления - стратегического управления, активно внедряемой с начала 1970-х гг. в корпорациях США и большинства стран Западной Европы и 44возникшей на базе развития методологии стратегического планирования. В отличие от обычного долгосрочного планирования, основанного

на концепции экстраполяции сложившихся тенденций развития, стратегическое планирование учитывает не только эти тенденции, но и систему возможностей и опасностей формирования предприятия.

Разработка инвестиционной стратегии играет большую роль в обеспечении эффективного становления предприятия. Эта роль заключается в следующем (рис. 2.2).

## **2.2. Принципы разработки инвестиционной стратегии предприятия**

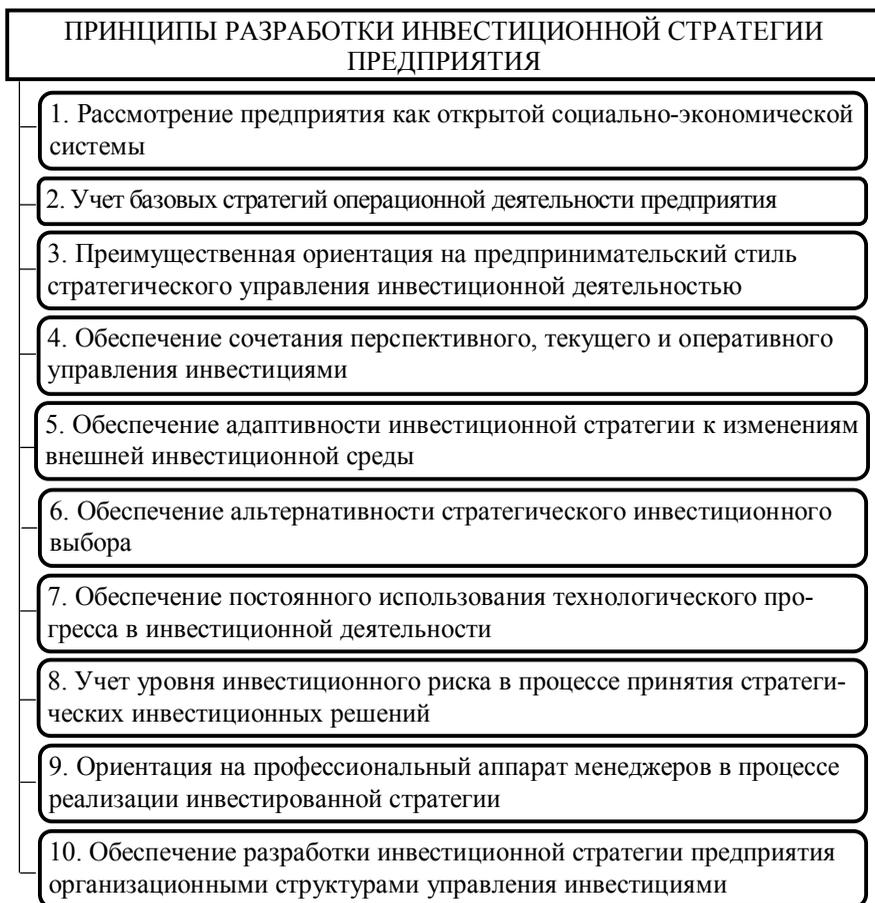
В основе разработки инвестиционной стратегии предприятия лежат принципы новой управленческой концепции - системы стратегического управления. К числу основных из этих принципов, обеспечивающих подготовку и принятие стратегических инвестиционных решений в процессе разработки инвестиционной стратегии предприятия, относятся следующие (рис. 2.3):

**1. Рассмотрение предприятия как открытой социально-экономической системы.** Этот принцип стратегического управления состоит в том, что при разработке инвестиционной стратегии предприятие рассматривается как определенная система, полностью открытая для активного взаимодействия с факторами внешней инвестиционной среды.

**2. Учет базовых стратегий операционной деятельности предприятия.** Являясь частью общей стратегии экономического развития предприятия, обеспечивающей в первую очередь развитие операционной деятельности, инвестиционная стратегия носит по отношению к ней подчиненный характер. Поэтому она должна быть согласована со стратегическими целями и направлениями операционной деятельности предприятия. Инвестиционная стратегия при этом рассматривается как один из главных факторов обеспечения эффективного развития предприятия в соответствии с избранной ей общей экономической стратегией.

**3. Преимущественная ориентация на предпринимательский стиль стратегического управления инвестиционной деятельностью.** Инвестиционное поведение организации в стратегической перспективе характеризуется природным или предпринимательским стилем.

Основу *природного стиля инвестиционного поведения* составляет постановка стратегических целей от достигнутого уровня инвестиционной деятельности с минимизацией альтернативности принимаемых стратегических инвестиционных решений. Кардинальные изменения направлений и форм инвестиционной деятельности осуществляются лишь как отклик на изменения операционной стратегии предприятия. Такой стиль инвестиционного поведения характерен обычно для предприятий, достигших стадии зрелости своего жизненного цикла.



**Рис. 2.3. Основные принципы разработки инвестиционной стратегии предприятия**

Основу *предпринимательского стиля инвестиционного поведения* составляет активный поиск эффективных инвестиционных решений по всем направлениям и формам инвестиционной деятельности, а также на различных стадиях инвестиционного процесса. Этот стиль связан с постоянной трансформацией направлений, форм и методов осуществления инвестиционной деятельности на всем пути к достижению поставленных стратегических целей с учетом изменяющихся факторов внешней инвестиционной среды.

В экономической литературе приростный стиль инвестиционного поведения предприятия в стратегической перспективе рассматривается

как консервативный, в то время как предпринимательский стиль инвестиционного поведения как агрессивный, ориентированный на ускоренный рост. При этом большинство экономистов приходят к выводу, что предпринимательский стиль инвестиционного поведения в наибольшей степени корреспондирует с новой управленческой концепцией - стратегическим управлением.

**4. Обеспечение сочетания перспективного, текущего и оперативного управления инвестициями.** Концепция стратегического управления предусматривает, что разработанная инвестиционная стратегия предприятия получает свою дальнейшую конкретизацию в процессе текущего управления инвестиционной деятельностью путем формирования инвестиционной программы предприятия. В отличие от инвестиционной стратегии формирование инвестиционной программы является среднесрочным управленческим процессом, осуществляемым в рамках стратегических решений и текущих инвестиционных возможностей предприятия. В свою очередь, процесс текущего управления инвестиционной деятельностью получает наиболее детальное завершение в оперативном управлении реализацией реальных инвестиционных проектов и реструктуризацией портфеля финансовых инструментов инвестирования. Таким образом, разработка инвестиционной стратегии - это только первая ступень процесса стратегического управления инвестиционной деятельностью предприятия. Формы взаимосвязи отдельных этапов этого процесса представлены на рис. 2.4.



**Рис. 2.4. Взаимосвязь отдельных этапов процесса стратегического управления инвестиционной деятельностью предприятия**

Как видно из рис. 2.4, разработка инвестиционной стратегии предприятия, хотя и ориентирована в основном на долгосрочные цели (квадрант ИС-3), включает также формирование отдельных стратегических целевых нормативов и показателей, которые дают возможность вырабатывать в последующих среднесрочном и краткосрочном периодах конкретные инвестиционные решения по формированию инвестиционной программы (квадрант ИС-2), а также по реализации реальных инвестиционных проектов и реструктуризации портфеля финансовых инструментов инвестирования (квадрант ИС-1).

Формирование инвестиционной программы предприятия, ориентируясь на цели инвестиционной стратегии (квадрант ИС-3) и реализуя стратегические задачи среднесрочного периода (квадрант ИС-2), служит основой отбора основных реальных инвестиционных проектов в состав инвестиционной программы (квадрант ИС-2).

**5. Обеспечение адаптивности инвестиционной стратегии к изменениям внешней инвестиционной среды.** Эта адаптивность реализуется в системе общего ситуационного подхода к предстоящей деятельности предприятия, определяемого парадигмой стратегического управления.

**6. Обеспечение альтернативности стратегического инвестиционного выбора.** В основе стратегических инвестиционных решений должны лежать активный поиск альтернативных вариантов направлений, форм и методов осуществления инвестиционной деятельности, выбор наилучших из них, построение на этой основе общей инвестиционной стратегии и формирование механизмов эффективной ее реализации.

**7. Обеспечение постоянного использования технологического прогресса в инвестиционной деятельности.** Формируя инвестиционную стратегию, следует иметь в виду, что инвестиционная деятельность является главным механизмом внедрения технологических нововведений, обеспечивающих рост конкурентной позиции организации на рынке. Поэтому реализация общих целей стратегического развития предприятия в значительной степени зависит от того, насколько его инвестиционная стратегия отражает достигнутые результаты технологического прогресса и адаптирована к быстрому использованию новых ее результатов.

**8. Учет уровня инвестиционного риска в процессе принятия стратегических инвестиционных решений.** Практически все основные инвестиционные решения, принимаемые в процессе формирования инвестиционной стратегии, в той или иной степени изменя-

ют уровень инвестиционного риска. В первую очередь, это связано с выбором направлений и форм инвестиционной деятельности, формированием инвестиционных ресурсов, внедрением новых организационных структур управления инвестиционной деятельностью. Особенно сильно уровень инвестиционного риска возрастает в периоды колебаний ставки процента и роста инфляции. В связи с различным менталитетом инвестиционного поведения по отношению к уровню допустимого инвестиционного риска на каждом предприятии в процессе разработки инвестиционной стратегии этот параметр должен устанавливаться дифференцированно.

**9. Ориентация на профессиональный аппарат менеджеров в процессе реализации инвестиционной стратегии.** Какие бы специалисты не привлекались к разработке отдельных параметров инвестиционной стратегии предприятия, ее реализацию должны обеспечивать подготовленные инвестиционные менеджеры, знакомые с основными принципами стратегического управления, механизмом управления реальными инвестиционными проектами и портфелем финансовых инвестиций, владеющие методами стратегического инвестиционного контроллинга.

**10. Обеспечение разработки инвестиционной стратегии предприятия организационными структурами управления инвестициями.** Важнейшим условием эффективной реализации инвестиционной стратегии являются соответствующие ей изменения организационной структуры управления, которые должны быть составной частью параметров инвестиционной стратегии, обеспечивающих ее реализуемость.

### **2.3. Методология разработки инвестиционной стратегии предприятия**

Формирование инвестиционной стратегии предприятия является сложным, творческим процессом, требующим привлечения специалистов-менеджеров высокой квалификации. За рубежом считают, что это "высший пилотаж" управленческой деятельности.

Опыт разработки инвестиционной стратегии в России на уровне предприятия весьма скромен, а в малом и среднем бизнесе практически малоизвестен.

Многие руководители предприятий представляют инвестиционную стратегию как декларацию о намерениях. Между тем инвести-

ционная стратегия должна стать реальным и эффективным инструментом управления. Для этого необходима соответствующая поставленной задаче методика ее формирования, т.е. методика разработки стратегического плана инвестиционной деятельности предприятия.

Первый вопрос, возникающий в данной связи, - вопрос о горизонте планирования, т.е. о том, на какой период должна определяться инвестиционная стратегия.

Принято считать, что стратегическое планирование инвестиций по своей экономической природе предполагает планирование на долгосрочную перспективу. В принципе, это верно. Но в то же время не следует думать, что стратегическое планирование - это всегда и для всех планирование на очень отдаленную перспективу. Расчетный период, или период формирования инвестиционной стратегии предприятия, не имеет однозначной количественной оценки. Он должен определяться для каждой организации и учитывать ряд условий. Прежде всего, он зависит от горизонта планирования, принятого при формировании экономической стратегии предприятия. Так как инвестиционная стратегия носит подчиненный по отношению к ней характер, этот период не может быть короче того, который определен для разработки этой стратегии. В то же время расчеты экономической эффективности и финансовой надежности инвестиционных проектов предполагают наличие экономической информации о развитии производства и внешней среды за время, превышающее горизонт стратегического плана.

Таким образом, очевидно обратное влияние инвестиционного планирования на продолжительность расчетного срока разработки экономической стратегии. Это противоречие может быть устранено лишь при достижении нормальных, стабильных условий развития экономики.

Продолжительность периода планирования инвестиционной стратегии зависит от отраслевой принадлежности предприятия. За рубежом наибольший период (свыше 10 лет) характерен для разработки инвестиционной стратегии так называемыми институциональными инвесторами - инвестиционными фондами, инвестиционными компаниями и т.п.; меньший период (5-10 лет) - для компаний и фирм, осуществляющих свою деятельность в отраслях по производству средств производства и в добывающих отраслях промышленности; еще более короткий срок (3-5 лет) - для компаний и фирм, осуществляющих свою деятельность в сфере производства потребительских товаров, розничной торговли и услуг населению.

Одним из условий определения периода формирования инвестиционной стратегии является размер предприятия. Инвестиционная деятельность крупных компаний прогнозируется на более длительный период. Так, инвестиционная стратегия крупнейших компаний в странах с развитой рыночной экономикой разрабатывается на период до 10-15 лет.

И наконец, особо важное значение для установления расчетного периода имеет предсказуемость развития экономики. В нынешних нестабильных условиях развития этот период, по мнению многих руководителей, должен находиться в пределах 4-5 лет с незначительными вариантами в зависимости от размера предприятия и его отраслевой принадлежности.

Для уяснения последовательности разработки и обоснования инвестиционной стратегии следует помнить, что она выступает в качестве составного раздела или направления экономической стратегии развития предприятия. Ранее уже отмечалась ее подчиненная роль. Инвестиционная стратегия не является самодовлеющей, т.е. не может разрабатываться в отрыве от таких направлений, как товарно-рыночная стратегия и тому подобные стратегические направления развития. Инвестиционная стратегия есть средство материализации стратегических решений по созданию необходимых материально-технических и финансовых предпосылок, т.е. инвестиционная стратегия должна быть ориентирована на реализацию возможных вариантов решения стратегических задач, обеспечивающих достижение избранной цели развития предприятия. Целесообразно хотя бы в общих чертах рассмотреть методические подходы к определению экономической стратегии. Это даст возможность понять те внутренние связи, которые диктуют методические приемы обоснования содержания инвестиционной стратегии.

Исходным пунктом разработки экономической стратегии является установление целей развития предприятия и тех задач, которые должны быть решены для их достижения.

После того как сформирована цель развития на долговременную перспективу, следует определить перечень конкретных задач, решение которых объективно необходимо для достижения такой цели. Разумеется, руководство организации представляет себе "узкие места" на производстве, а следовательно, и те задачи (проблемы), которые в связи с этим надо решить. Но чаще всего такие задачи не систематизированы - не увязаны между собой, не обоснованы со сторо-

ны потребных ресурсов (материальных, трудовых, финансовых), не оценены с позиции эффективности и, что очень важно, документально не оформлены, нет четкого понимания их последовательности и путей решения. И здесь на помощь приходит широко распространенная на Западе методика первичного стратегического анализа состояния компании, которую иногда называют матрицей SWOT-анализа.

В общем виде матрица первичного стратегического анализа есть не что иное, как способ самой укрупненной структуризации на определенном поле-экране всей информации об условиях производственно-хозяйственной деятельности, которая известна менеджерам. Суть ее заключается в том, что сначала вся информация делится на две части - о внешней среде и о самой организации. Затем события в каждой из этих частей делятся на благоприятные и неблагоприятные. Такой подход дает возможность не только анализировать информацию и факторы, которые кажутся важнейшими, но и производить последовательный мониторинг информационного массива в строго заданных матрицей границах.

Методология SWOT-анализа предполагает после выявления сильных и слабых сторон, угроз и возможностей установление цепочек связей между ними, которые в дальнейшем могут быть использованы для формирования стратегии организации.

В инвестиционном менеджменте наличие такого жесткого структурированного массива информации выступает первым условием не только выявления задач и выработки стратегических решений, но и вообще всяких рассуждений о стратегии.

Усилия менеджеров при мониторинге матрицы необходимо направить на то, чтобы разработать планы по использованию внутренних преимуществ предприятия и его положения на рынке или нейтрализации слабых мест работы и ухода от внешних угроз. После этого можно осуществить полный управленческий цикл - от технико-экономического обоснования стратегических решений до организации их реализации, контроля и регулирования.

Таким образом, умение формировать стратегию лежит не в сфере составления заумных плановых схем, а в сфере сбора и упорядочения по определенной схеме исходной информации.

Последующая структуризация матрицы первичного стратегического анализа может проводиться по разным направлениям и с разной глубиной. Теоретически здесь нет пределов детализации. В рамках предприятия анализу можно подвергнуть все структурные эле-

менты: производство (производственные мощности и их использование, "узкие места", оргтехуровень), инвестиционную деятельность, персонал, сбыт, управление. Исследовать можно также каждый компонент менеджмента: производственную структуру, организационную структуру управления, маркетинг, экономику, финансы, учет, логистику. Но для этого уже недостаточно накопленного опыта и знания реальной производственной обстановки специалистами фирмы. Дальнейший анализ требует проведения исследований, и прежде всего маркетинговых, оргтехуровня, которые существенно обогатят представление о предприятии и сделают возможным расширение количества позиций по всем секторам матрицы.

На рис. 2.5 показан информационный массив SWOT-анализа ПКФ "Новокуйбышевскхлеб"<sup>2</sup>, который выражен посредством матрицы.

Подобная матрица является первым шагом в разработке стратегии развития. Ценность матрицы состоит в том, что, упорядочивая имеющуюся (накопленную) информацию, она предопределяет направления дальнейшей деятельности по разработке стратегии. Очевидно, что в последующем должны быть сформулированы задачи и способы их решения в зависимости от содержания первичной структуры матрицы. Применительно к угрозам и недостаткам должны быть предусмотрены меры по их преодолению или ограничению, а возможности и преимущества развиты в максимальной степени. Более того, благоприятные условия и предпосылки должны послужить той базой, которая позволит преодолеть ограничения (недостатки и угрозы) с минимальными издержками.

Попытка разработки детализированных задач и мер по их решению с привязкой к отдельным строкам (позициям) матрицы показала, что зачастую они могут быть сформулированы лишь при комплексном рассмотрении информации по внешнему и внутреннему блокам. Например, угрозы для предприятия в связи с жесткой конкуренцией на рынке хлебобулочных и кондитерских изделий предполагают необходимость реструктуризации задач, составляющих цели фирмы: сохранность позиций на рынке по освоенным ассортименту и номенклатуре, расширение позиций на рынке.

---

<sup>2</sup> Касатов А.Д. Методология управления инвестиционной деятельностью интегрированных корпоративных структур в промышленности : монография. Самара : Изд-во Самар. гос. экон. ун-та, 2011. С. 144.

<i>Информация о внешней среде и налоговом окружении</i>	<i>Информация о фирме</i>
<p style="text-align: center;"><b>Угрозы</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Конкуренция на региональном рынке хлебобулочных и кондитерских изделий.</li> <li>2. Рост цен на потребляемые ресурсы.</li> <li>3. Снижение платежеспособного спроса населения.</li> <li>4. Неплатежи торговой сети и организаций-потребителей.</li> <li>5. Непредсказуемое изменение законодательства.</li> </ol>	<p style="text-align: center;"><b>Недостатки</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Высокий уровень физического и морального износа технологического оборудования.</li> <li>2. Ненадежность контрольно-измерительной и регулирующей аппаратуры по расходу энергоресурсов.</li> <li>3. Отсутствие собственной торговой сети.</li> <li>4. Высокие транспортные расходы из-за ориентации на аренду транспортных средств и игнорирование принципов логистики.</li> <li>5. Недостаточно приспособленная для новых условий организационная структура управления.</li> </ol>
<p style="text-align: center;"><b>Возможности</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Товарная экспансия на соседние региональные рынки.</li> <li>2. Расширение потребительского рынка за счет производства новых видов продукции.</li> <li>3. Использование льготных условий кредитования и лизинга.</li> </ol>	<p style="text-align: center;"><b>Преимущества</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Наличие квалифицированного кадрового персонала.</li> <li>2. Наличие значительных производственных площадей.</li> <li>3. Благоприятное географическое расположение.</li> <li>4. Разветвленная инфраструктура.</li> </ol>

**Рис. 2.5. Общий информационный массив SWOT-анализа ПКФ "Новокуйбышевскхлеб"**

Сохранение позиций на рынке требует решения задач по таким направлениям, как повышение качества продукции, снижение розничных цен, совершенствование упаковки (тары) и т.п. Укрепление позиций на освоенном региональном рынке может быть реализовано за счет освоения новых видов привлекательной для потребителя продукции.

Например, стабилизация или сдерживание повышения розничных цен в условиях роста инфляции по всем издержкам производства могут быть достигнуты по ряду направлений, связанных с каждой статьей себестоимости. Здесь имеется в виду снижение себестоимости за счет нововведений, направленных на экономию потребляемых ресурсов, сокращение потерь продукции и материалов, использование более дешевых видов сырья при сохранении качества продукции и т.п.

Разработка стратегических задач по упомянутым и другим направлениям, а главное - мер по их решению может быть успешной при выходе на информацию матрицы о состоянии материально-технической базы: об уровне физического и морального износа по отдельным цехам, участкам производства и рабочим местам. Меры по преодолению износа, техническому совершенствованию производства должны сочетаться с перечисленными выше направлениями и задачами по сохранению и расширению позиций на рынке.

Таким образом, совместный анализ всех сегментов матрицы позволяет сформулировать стратегические задачи и наметить возможные направления их решения, т.е. довести их содержание до такого уровня, который позволит увязать в дальнейшем экономическую стратегию с инвестиционной стратегией предприятия.

Следует еще раз подчеркнуть, что с целью построения матрицы первичного стратегического анализа как исходной базы для определения стратегических задач и возможных направлений (вариантов) их решения накопленного высшим менеджментом предприятия опыта все же недостаточно. Этот опыт должен был обогащен специальными исследованиями в области маркетинга, оргтехуровня, социально-психологического состояния коллектива предприятия.

Последний этап формирования общеэкономической стратегии предприятия - определение мер по решению стратегических задач - является одновременно исходным моментом в разработке инвестиционной стратегии. Важно отметить, что свое воплощение экономическая стратегия находит не в виде декларации о намерениях, а в плановом документе, где фиксируются, с одной стороны, задачи, а с другой - возможные меры по их решению. Эти мероприятия могут быть выражены в общей форме как концептуальное предложение (идея), если неизвестны способы осуществления конкретной задачи или представлены уже известные технические решения и проекты их осуществления.

В связи с тем, что в реальной действительности предприятие всегда испытывает ограничения по размеру возможных к привлечению ресурсов, и прежде всего финансовых, возникает вопрос о принципах отбора намеченных мероприятий и их размещении во времени. Ответ на него может быть получен в ходе разработки инвестиционной стратегии предприятия, содержание которой сводится к обоснованию приоритетных направлений инвестирования и привлечения источников финансирования инвестиционной деятельности в рассматриваемой перспективе. Вопрос о приоритетах в данной ситуации

является сугубо экономическим, т.е. он должен решаться с позиции экономической целесообразности. Это означает, что при разработке стратегии развития предприятия предпочтение следует отдавать тем инвестиционным решениям, которые характеризуются наиболее высокой экономической эффективностью.

## 2.4. Основные этапы разработки и реализации инвестиционной стратегии предприятия

Процесс разработки инвестиционной стратегии предприятия осуществляется по следующим этапам (рис. 2.6).



Рис. 2.6. Основные этапы процесса разработки инвестиционной стратегии предприятия

**1. *Определение общего периода формирования инвестиционной стратегии.*** Этот период зависит от ряда условий, главным из которых является продолжительность периода, принятого для формирования экономической (производственной) стратегии развития

предприятия, так как инвестиционная стратегия носит по отношению к экономической стратегии подчиненный характер, она не может выходить за пределы этого периода (допустим более короткий период формирования инвестиционной стратегии).

**2. Исследование факторов внешней инвестиционной среды и конъюнктуры инвестиционного рынка.** Такое исследование предопределяет изучение экономико-правовых условий инвестиционной деятельности предприятия и возможного их изменения в предстоящем периоде. Кроме того, на этом этапе разработки инвестиционной стратегии анализируется конъюнктура инвестиционного рынка и факторы, ее определяющие, а также разрабатывается прогноз конъюнктуры в разрезе отдельных сегментов этого рынка, связанных с предстоящей инвестиционной деятельностью предприятия.

**3. Оценка сильных и слабых сторон организации, определяющих особенности ее инвестиционной деятельности.** В процессе такой оценки необходимо определить, обладает ли предприятие достаточным потенциалом, чтобы воспользоваться открывшимися инвестиционными возможностями, а также какие внутренние его характеристики ослабляют результативность инвестиционной деятельности. Для диагностики внутренних проблем осуществления этой деятельности используется метод управленческого обследования предприятия, основанный на изучении различных функциональных зон предприятия, обеспечивающих развитие инвестиционного процесса.

**4. Формирование стратегических целей инвестиционной деятельности.** Главной целью этой деятельности является повышение уровня благосостояния собственников предприятия и максимизация его рыночной стоимости. Вместе с тем эта главная цель требует определенной конкретизации с учетом задач и особенностей предстоящего инвестиционного развития предприятия.

Система стратегических целей должна обеспечивать выбор наиболее эффективных направлений реального и финансового инвестирования; формирование достаточного объема инвестиционных ресурсов и оптимизации их состава; приемлемость уровня инвестиционных рисков в процессе осуществления предстоящей хозяйственной деятельности и т.п.

**5. Обоснование стратегических направлений и форм инвестиционной деятельности.** Этот этап разработки инвестиционной стратегии является одним из основных. Он включает поиск альтернатив решения поставленных стратегических инвестиционных целей, их соответствующую оценку с позиций внешних возможностей и опасностей, а также ре-

ального внутреннего инвестиционного потенциала и отбор наиболее приемлемых из них. Такой поиск альтернатив и выбор стратегии, отвечающих поставленным целям, ведется в отраслевом и региональном разрезе, по различным объектам стратегического управления, по реальным и финансовым инвестициям и т.п.

**6. *Определение стратегических направлений формирования инвестиционных ресурсов.*** В процессе этого этапа разработки инвестиционной стратегии прогнозируется общий объем необходимых инвестиционных ресурсов, обеспечивающих реализацию стратегических направлений и форм реального и финансового инвестирования; дифференцируется потребность в инвестиционных ресурсах по отдельным этапам стратегического периода; оптимизируется структура источников их формирования, обеспечивающая финансовое равновесие предприятия в процессе его развития.

**7. *Разработка системы организационно-экономических мероприятий по обеспечению реализации инвестиционной стратегии.*** В системе этих мероприятий предусматривается формирование на предприятии новых организационных структур управления инвестиционной деятельностью; создание "центров инвестиций" разных типов; внедрение новых принципов инвестиционной культуры; создание эффективной системы стратегического инвестиционного контроллинга и т.п.

**8. *Оценка эффективности разработанной инвестиционной стратегии.*** Этот этап завершает процесс разработки инвестиционной стратегии. Такая оценка проводится по системе специальных экономических и внеэкономических критериев, устанавливаемых организацией.

Разработка инвестиционной стратегии вызывает немалые трудности в определении показателей экономической эффективности. Они связаны прежде всего с ограниченной и к тому же весьма неопределенной по степени достоверности информацией о затратах и результатах по оцениваемому направлению инвестиционной деятельности. А неопределенность информации обусловлена тем, что, как правило, разработчики представляют себе намеченные мероприятия на перспективу лишь в самом общем виде. Зачастую это даже не мероприятие в обычном понимании, а идея о технико-технологических возможностях решения конкретной производственной задачи.

В данной связи иногда приходится прибегать к экспертным способам определения исходной информации, например к установлению необходимого объема инвестиций, текущих издержек производства, объема продаж и цены реализации. При наличии подобного набора сведений можно рассчитать упрощенными методами такие показате-

ли экономической эффективности, как срок окупаемости и норма прибыли (рентабельности).

$$\text{Норма прибыли} = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Инвестиции}}. \quad (2.1)$$

$$\text{Срок окупаемости инвестиций} = \frac{\text{Инвестиции}}{\text{Прибыль}}. \quad (2.2)$$

При этом оперируют "точечными" (статическими) значениями исходных данных (допустим, за год), т.е. при расчете не учитываются вся продолжительность жизни создаваемого или реконструируемого объекта и те доходы и затраты, которые будут иметь место, например, после достижения срока окупаемости единовременных затрат. Отсюда и не очень высокая надежность получаемых с помощью укрупненных методов показателей эффективности. Тем не менее в силу своей простоты и иллюстративности эти методы достаточно широко используются для оценки эффективности в условиях ограниченной информации на предварительных стадиях технико-экономического обоснования инвестиционных решений. Как интерпретировать и использовать упомянутые показатели? Так как при разработке инвестиционной стратегии всегда рассматривается множество направлений и вариантов решения конкретных задач, наиболее привлекательными будут те из них, которые характеризуются самыми высокими нормами дохода и обеспечивают превышение такого уровня дохода в сравнении с любым иным альтернативным способом инвестирования, например, в сравнении с доходностью ценных бумаг или процентом по долгосрочным кредитам.

## **2.5. Формирование инвестиционной программы реальных инвестиций**

Основу инвестиционной деятельности предприятия составляет реальное инвестирование, которое на большинстве предприятий является в современных условиях единственным направлением инвестиционной деятельности, что определяет большую роль управления реальными инвестициями в системе инвестиционной деятельности предприятий.

Осуществление реальных инвестиций характеризуется рядом особенностей, основными из которых являются следующие (рис. 2.7).



**Рис. 2.7. Основные особенности осуществления предприятием реальных инвестиций**

*1. Реальное инвестирование является главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия.* Основная цель этого развития обеспечивается осуществлением высокоэффективных реальных инвестиционных проектов, а сам процесс стратегического развития предприятия представляет собой не что иное, как совокупность реализуемых во времени данных инвестиционных проектов. Именно эта форма инвестирования позволяет предприятию успешно проникать на новые товарные и региональные рынки, обеспечивать постоянное возрастание своей рыночной стоимости.

*2. Реальное инвестирование находится в тесной взаимосвязи с операционной деятельностью предприятия.* Задачи увеличения объема производства и реализации продукции, расширения ассортимента производимых изделий и повышения их качества, снижения

текущих операционных затрат решаются, как правило, в результате реального инвестирования. В свою очередь, от реализованных предприятием реальных инвестиционных проектов во многом зависят параметры будущего операционного процесса, потенциал возрастания объемов его операционной деятельности.

**3. Реальные инвестиции обеспечивают, как правило, более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями.** Эта способность генерировать большую норму прибыли является одним из побудительных мотивов к предпринимательской деятельности в реальном секторе экономики.

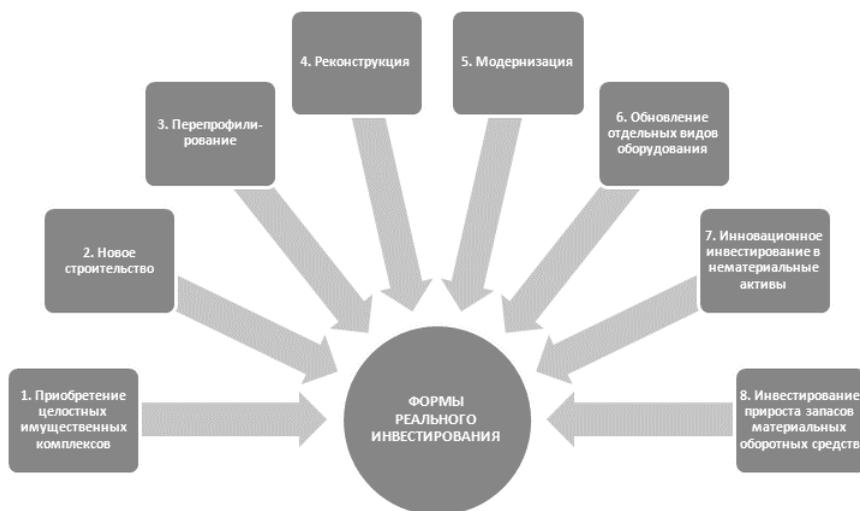
**4. Реальные инвестиции обеспечивают организации устойчивый чистый денежный поток.** Этот чистый денежный поток формируется за счет амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов даже в те периоды, когда эксплуатация реализованных инвестиционных проектов не приносит организации прибыль.

**5. Реальные инвестиции подвержены высокому уровню риска морального старения.** Этот риск сопровождает инвестиционную деятельность как на стадии реализации реальных инвестиционных проектов, так и на стадии их эксплуатации. Стремительный технологический прогресс сформировал тенденцию к увеличению уровня этого риска в процессе реального инвестирования.

**6. Реальные инвестиции имеют высокую степень противoinфляционной защиты.** Опыт показывает, что в условиях инфляционной экономики темпы роста цен на многие объекты реального инвестирования не только соответствуют, но во многих случаях даже обгоняют темпы роста инфляции, реализуя ажиотажный инфляционный спрос предпринимателей на материализованные объекты предпринимательской деятельности.

**7. Реальные инвестиции являются наименее ликвидными.** Это объясняется узкоцелевой направленностью большинства форм таких инвестиций, практически не имеющих в незавершенном виде альтернативного хозяйственного применения. Поэтому компенсировать в финансовом отношении неверные управленческие решения, связанные с началом осуществления реальных инвестиций, крайне сложно.

Реальные инвестиции реализуются предприятиями в разнообразных формах, основными из которых являются следующие (рис. 2.8).



**Рис. 2.8. Основные формы реального инвестирования**

**1. Приобретение целостных имущественных комплексов.** Представляет собой инвестиционную операцию по приобретению крупных предприятий, способствующую отраслевой, товарной или региональной диверсификации их деятельности. Эта форма реальных инвестиций обеспечивает обычно "эффект синергизма", который заключается в возрастании совокупной стоимости активов обоих предприятий (в сравнении с их балансовой стоимостью) за счет возможностей более эффективного использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и номенклатуры выпускаемой продукции, возможностей снижения уровня операционных затрат, совместного использования сбытовой сети на различных региональных рынках и других аналогичных факторов.

**2. Новое строительство.** Связано со строительством нового объекта с законченным технологическим циклом по индивидуально разработанному или типовому проекту на специально отводимых территориях. К новому строительству предприятие прибегает при кардинальном увеличении объемов своей операционной деятельности в предстоящем периоде, ее отраслевой, товарной или региональной диверсификации (создании филиалов, дочерних предприятий и т.п.).

**3. Перепрофилирование.** Обеспечивает полную смену технологии производственного процесса для выпуска новой продукции.

**4. Реконструкция.** Состоит в значительном преобразовании всего производственного процесса на основе современных научно-технических достижений. Ее осуществляют в соответствии с комплексным планом

реконструкции предприятия в целях радикального увеличения его производственного потенциала, существенного повышения качества выпускаемой продукции, внедрения ресурсосберегающих технологий и т.п. В процессе реконструкции может происходить:

- расширение отдельных производственных зданий и помещений (если новое технологическое оборудование не может быть размещено в действующих помещениях);

- строительство новых зданий и сооружений того же назначения вместо ликвидируемых на территории действующей организации, дальнейшая эксплуатация которых по технологическим или экономическим причинам признана нецелесообразной.

**5. Модернизация.** Направлена на совершенствование и приведение активной части основных производственных средств в состояние, соответствующее современному уровню осуществления технологических процессов путем конструктивных изменений основного парка машин, механизмов и оборудования, используемых организацией в процессе операционной деятельности.

**6. Обновление отдельных видов оборудования.** Вызвано необходимостью замены (в связи с физическим износом) или дополнения (в связи с ростом объемов деятельности или повышения производительности труда) имеющегося парка оборудования отдельными новыми его видами, не меняющими общей схемы осуществления технологического процесса. Обновление отдельных видов оборудования характеризует в основном процесс простого воспроизводства активной части основных производственных средств.

**7. Инновационное инвестирование в нематериальные активы.** Оно заключается в использовании в операционной и других видах деятельности организации новых научных и технологических знаний с целью достижения коммерческого успеха. Инновационные инвестиции в нематериальные активы осуществляются в двух основных формах:

- путем приобретения готовой научно-технической продукции и других прав (приобретение патентов на научные открытия, изобретения, промышленные образцы и товарные знаки; приобретение ноу-хау; приобретение лицензий на франчайзинг и т.п.);

- путем разработки новой научно-технической продукции (как в рамках самой организации, так и по ее заказу соответствующими инжиниринговыми фирмами).

Инновационное инвестирование в нематериальные активы позволяет существенно повысить технологический потенциал организации во всех сферах ее хозяйственной деятельности.

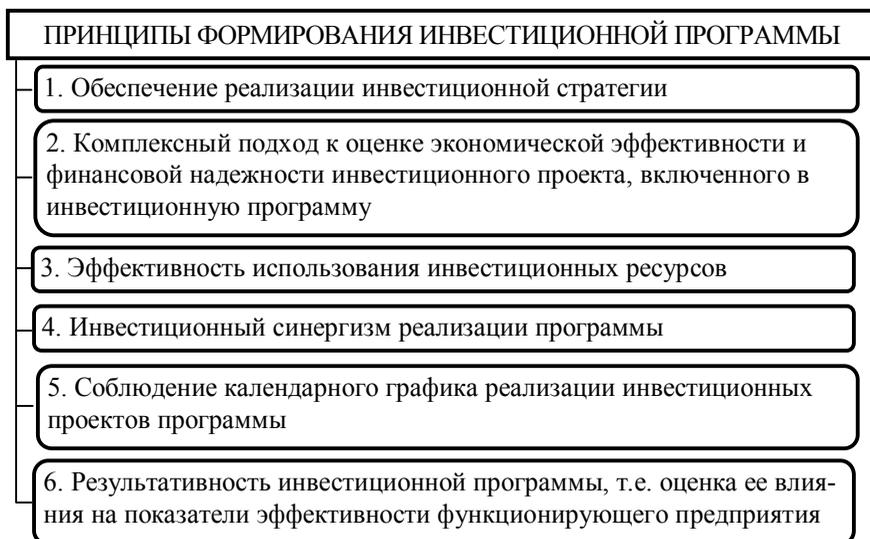
**8. Инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов.** Призвано расширить объем используемых операционных оборотных активов предприятия, обеспечивая тем самым необходимую пропорциональность (сбалансированность) в развитии внеоборотных и оборотных операционных активов в результате инвестиционной деятельности.

Планирование инвестиционной деятельности на среднесрочную перспективу, т.е. на 2-3 года, осуществляется посредством разработки и обоснования инвестиционной программы. Инвестиционная программа предприятия - это комбинация инвестиционных проектов, отобранных из множества вариантов инвестиционных вложений, предусмотренных экономической стратегией развития организации. Оптимальной считается программа, ведущая к достижению намеченных организацией целей развития с минимальными затратами и наибольшей эффективностью.

Инвестиционная программа - один из важнейших внутрифирменных плановых документов, который утверждается высшим органом управления товариществом (или акционерным обществом).

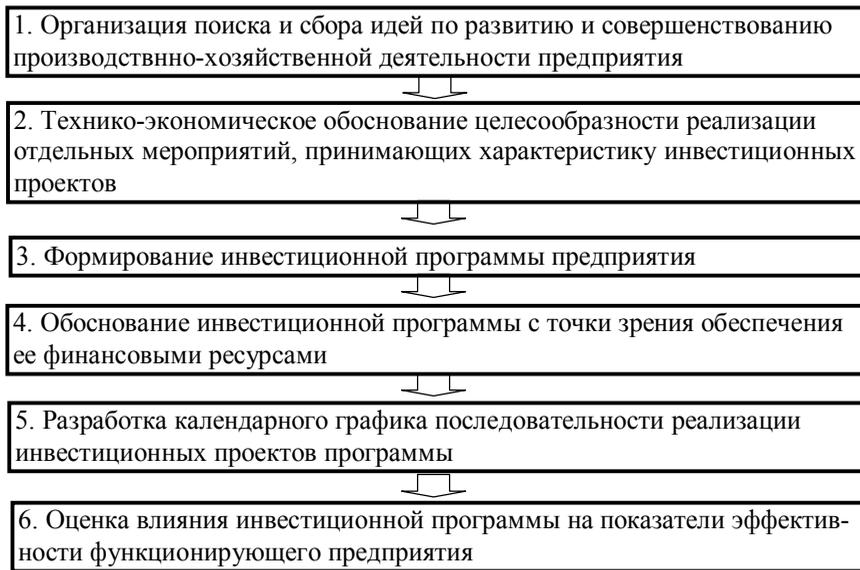
На основе всесторонней оценки каждого из рассматриваемых реальных инвестиционных проектов происходит их окончательный отбор в формируемую организацией инвестиционную программу.

Процесс формирования программы реальных инвестиций организации основывается на следующих принципах (рис. 2.9).



**Рис. 2.9. Принципы формирования инвестиционной программы предприятия**

С учетом рассмотренных основных принципов формирование программы реальных инвестиций предприятия осуществляется по следующим основным этапам (рис. 2.10).



**Рис. 2.10. Этапы формирования инвестиционной программы предприятия**

**1. Организация поиска и сбора идей по развитию и совершенствованию производственно-хозяйственной деятельности предприятия.** Эта работа изначально определяется той ролью, которая отводится реальным инвестициям в экономике предприятия. В данной связи следует обратить внимание на то, что реальные инвестиции выступают как средство для достижения конкретных целей организации и обусловлены теми проблемами, которые должны быть решены. К таким целям можно отнести следующие:

- максимизация прибыли;
- рост стоимости организации;
- повышение качества и конкурентоспособности продукции;
- увеличение доли рынка продаж;
- сокращение издержек и т.д.

Несмотря на известную условность приведенных ориентиров развития предприятия, их можно сгруппировать по двум направлениям: первое связано с формированием инвестиционной программы, целью которой является увеличение объема производства, расширение номенклатуры и ассортимента продукции, повышение ее качест-

ва и т.д., и второе - с совершенствованием материально-технической базы на основе передовых достижений науки и техники.

Идеи, предложения и мероприятия по их воплощению, отражающие первое направление, предполагают проведение маркетинговых исследований по прогнозированию развития рынка, чем длиннее предполагаемый срок действия инвестиционной программы, тем дальше в будущее должны направлять свои усилия исследователи рынка.

Идеи и мероприятия по второму направлению связаны с исследованием собственного производства, оценкой его оргтехуровня, выявлением "узких" мест.

На предприятии должна быть организована систематическая работа по поиску идей. В зависимости от его размера этими вопросами могут заниматься специально созданные исследовательские отделы, лаборатории или работники всех подразделений - от цехов и отделов до руководителя предприятия.

В решении поставленных вопросов может помочь отечественный опыт организации работ по составлению оргтехпланов, по активизации работ, связанных с производством идей.

Задача состоит в том, чтобы из общего потока идей и предложений выделить те, которые могут быть развиты до инвестиций и перерасти в инвестиционный проект. При этом следует установить порядок, в соответствии с которым все предложения делятся на те, которые требуют детальной проработки, и предложения, хотя и связанные с инвестициями, но требующие лишь краткого обоснования. Водораздел здесь может быть определен путем установления предельного объема капитальных вложений по таким предложениям. Например, по мероприятиям с объемом единовременных затрат до 5 млн руб. составляется лишь краткое обоснование. Сказанное вовсе не означает, что эти предложения и мероприятия не должны включаться в инвестиционную программу. Но они могут включаться не "поименно", а одной строкой - "прочие инвестиции".

**2. Техничко-экономическое обоснование реализации отдельных мероприятий, принимающих характеристику инвестиционных проектов.** Инвестиционные проекты составляются, как это было отмечено выше, лишь по предложениям, требующим значительных, превышающих заранее установленный порог (лимит) инвестиционных вложений.

Информация по технико-экономическому обоснованию может быть сгруппирована в такой последовательности:

1. Цели инвестиционного проекта, его ориентиры.

2. По проектам, связанным с инвестиционной программой предприятия, - маркетинговая информация (объем продаж, номенклатура продукции, конкурентная среда, ценовая политика).

3. Место размещения с учетом технологических, климатических, социальных и иных факторов.

4. Размер вновь вводимых производственных мощностей, коэффициенты использования вновь вводимых мощностей.

5. Проектно-конструкторская часть (выбор технологии, спецификация оборудования, цены и условия его поставки, объемы строительно-монтажных работ, потребные объемы капитальных вложений).

6. Производственный персонал (потребность, обеспеченность, график работы, условия оплаты, необходимость обучения).

7. Материальные затраты (потребность, цены и условия поставки сырья, вспомогательных материалов, топлива и электроэнергии).

8. График осуществления проекта (сроки строительства, монтажа и пуско-наладочных работ, период функционирования проекта).

9. Экономическая и финансовая оценка проекта.

Вышеприведенная структура в целом соответствует структуре бизнес-плана инвестиционного проекта, общепринятого в мировой практике.

Ключевое значение для принятия решения о состоятельности инвестиционного проекта имеет последний блок информации из приведенного перечня. Экономическая и финансовая оценка проводится по следующим показателям: чистый дисконтированный доход (ЧДД), внутренняя норма дохода (ВНД), индекс доходности (ИД), срок возмещения инвестиционных затрат, показатели финансовой устойчивости предприятия после реализации инвестиционного проекта.

Детализация инвестиционных решений, включаемых в программу, связана с тем, что на стадии формирования инвестиционной стратегии они принимались на основании ограниченной информации. Здесь же, при формировании инвестиционной программы, степень надежности исходной информации должна быть несравненно выше, она должна быть достаточной для того, чтобы можно было рассчитать экономическую эффективность и финансовую привлекательность предполагаемых инвестиций по таким параметрам, как чистый дисконтированный доход, внутренняя норма дохода, финансовая устойчивость создаваемого объекта предпринимательской деятельности. А это уже связано с разработкой инвестиционных проектов и их технико-экономических обоснований.

### ***3. Формирование инвестиционной программы предприятия.***

Решение по данному вопросу связано с необходимостью учета ряда факторов, которые не могут быть агрегированы, и поэтому предполагает определенную стадийность. Каждый инвестиционный проект может быть включен в инвестиционную программу компании, если рассчитанный по специальной методике показатель чистого дисконтированного дохода за весь планируемый срок жизни инвестицион-

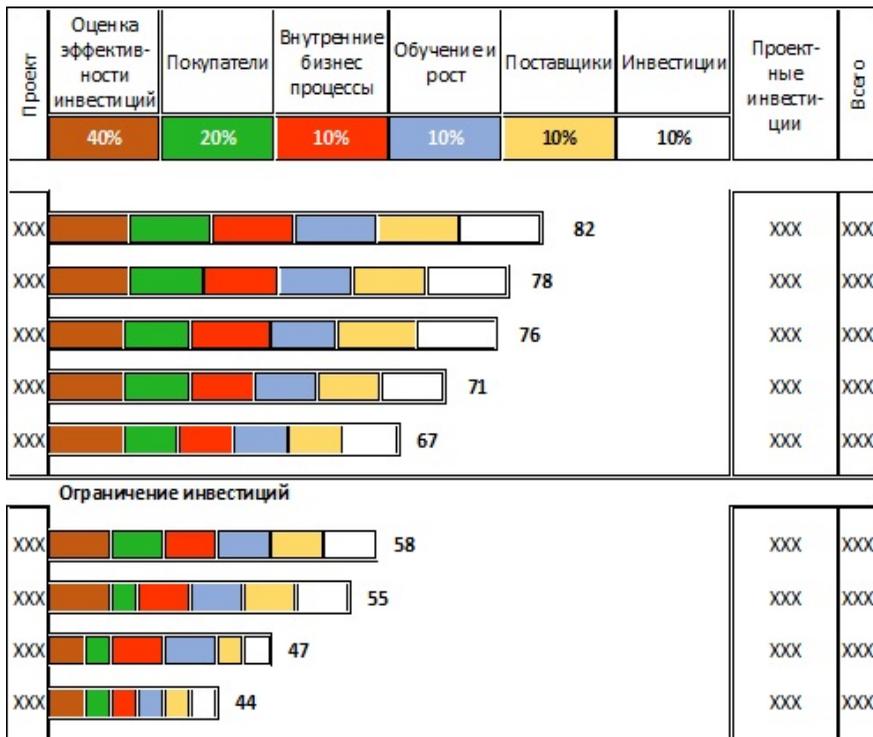
ного проекта будет неотрицательной величиной, а внутренняя норма дохода окажется равной либо больше, чем приемлемая для инвестора норма дохода, установленная им исходя из своих стратегических или тактических целей.

Дальнейшая работа по формированию оптимальной инвестиционной программы предполагает ранжирование всех независимых инвестиционных проектов.

С позиции экономической эффективности предпочтение следует отдавать проектам, отличающимся более высокой эффективностью, характеризуемой ее относительной величиной - внутренней нормой дохода. Ориентация в данном случае на величину чистого дисконтированного дохода (ЧДД) при отборе инвестиционных проектов является ошибочной, так как показатели чистого дисконтированного дохода по разным проектам несопоставимы из-за различий по объему производства и размерам инвестиций. В то же время абсолютизировать показатель ВНД как критерий ранжирования независимых инвестиционных проектов было бы неверно. Если идея, доведенная до инвестиционного проекта, является эффективной, но по уровню стоит ниже других проектов, то ей может быть отдано предпочтение при условии, что она соответствует приоритетным целям развития компании.

Кроме количественных показателей (ВНД, ЧДД), при ранжировании инвестиционных проектов могут быть использованы и качественные показатели, такие как степень риска, уровень решения социальных и экологических проблем, возможность привлечения бизнес-партнеров и др. В этом случае существенную роль в формировании инвестиционной программы и ранжировании инвестиционных проектов при их включении в программу с точки зрения экономической эффективности может сыграть применение сбалансированной системы показателей. По этому поводу Р.С. Каплан и Д.П. Нортон замечают следующее: "Очевидна также взаимосвязь между инвестиционными решениями и стратегическими планами компании. Несмотря на очевидность сказанного, многие организации на практике никаким образом не соотносят свои инвестиции с долгосрочными стратегическими приоритетами. Большинство капитальных вложений обоснованы частными финансовыми показателями, например, окупаемостью инвестиций или дисконтированным денежным потоком, которые обычно не всегда соответствуют стратегическим возможностям или даже тактическим задачам усовершенствования таких нефинансовых параметров, как качество, степень удовлетворенности клиента, а также уровень профессионализма работников".

Поэтому предложена модифицированная схема формирования бюджета инвестиционной программы организации и ранжирования инвестиционных проектов с применением ССП, по Р.С. Каплану и Д.П. Нортону<sup>3</sup>, которая показана на рис. 2.11.



**Рис. 2.11. Модифицированная схема формирования бюджета инвестиционной программы предприятия с использованием ССП**

**4. Обоснование инвестиционной программы с точки зрения обеспечения ее финансовыми ресурсами.** Реальность инвестиционной программы компании должна быть не только подтверждена целями и задачами прогнозируемого развития производства, но и обоснована по ряду других направлений, среди которых на первый план следует поставить обоснование со стороны финансовых ресурсов. Решение этой задачи составляет содержание следующей стадии раз-

<sup>3</sup> Каплан Р.С., Нортон Д.П. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. 2-е изд., испр. и доп. Москва : Олимп-Бизнес, 2003. С. 217.

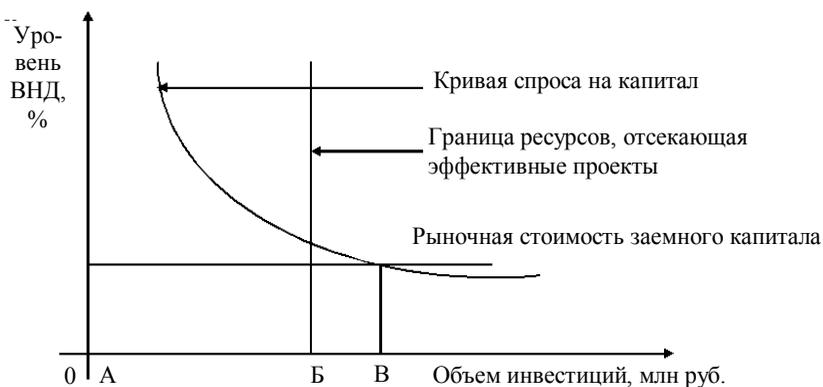
работки инвестиционной программы, определяющей окончательное решение по инвестированию средств в развитие производства в условиях принятых ограничений по составу ресурсов.

Изначально потребность в инвестициях, включая финансовые ресурсы, необходимые для покрытия потребностей в возрастающем объеме собственных оборотных средств, рассчитывается по каждому инвестиционному проекту. Более того, современные методы оценки экономической эффективности предполагают знание структуры таких средств по источникам финансирования (собственный капитал, привлечение кредита, финансовый лизинг). Все это важно учитывать, ибо структура инвестируемых средств, вызывая неоднозначные обязательства организации, оказывает заметное влияние на экономическую эффективность и финансовую устойчивость деятельности организации, а в конечном счете и на ее инвестиционную привлекательность.

На практике существуют различные ограничения: по цене и срокам кредита, ликвидным гарантиям их возврата, финансовой привлекательности проекта для инвестора и просто наличию средств на рынке капитала, что требует, наряду с формированием инвестиционного портфеля, планировать мероприятия для достижения финансового равновесия компании. Задача подобного типа решается путем разработки финансово-инвестиционного бюджета, посредством которого удастся увязать потребности в ресурсах с возможностями их привлечения в экономически целесообразных объемах.

Простейший метод для определения финансово-инвестиционного бюджета основан на отборе инвестиционных проектов для включения в инвестиционную программу по заранее установленному критерию. Такими критериями могут быть или средняя стоимость капитала компании, или издержки финансирования проекта, с которыми сопоставляется внутренняя норма дохода (ВНД).

По мере увеличения количества проектов с понижающейся величиной ВНД, входящих в инвестиционную программу, растет спрос на капитал. При таком подходе в инвестиционную программу могут быть включены лишь те проекты, которые могут "заплатить" нужную цену за привлекаемые ресурсы, т.е. обеспечить сложившийся на рынке капитала процент за кредит. По этому принципу и будет установлен замыкающий инвестиционную программу проект. Графически это представлено на рис. 2.12.



**Рис. 2.12. Метод отбора и ранжирования инвестиционных проектов в инвестиционную программу по издержкам финансирования проекта**

Исключение составляют те инвестиционные проекты, реализация которых преследует в качестве главного экономического критерия достижение не прибыли, а иных важных целей развития компании. Им отдается приоритет при формировании инвестиционной программы.

Таким образом, при планировании инвестиционного бюджета изначально вопрос о лимите средств для финансирования не рассматривается. С учетом этих соображений в состав инвестиционной программы могут быть включены все проекты, соответствующие требованиям по уровню экономической эффективности, т.е. когда желаемая (требуемая инвестором) норма дохода избрана на уровне процента по долгосрочным кредитам. Ограничения по финансовым ресурсам организации могут отсеять эффективные проекты в любой точке на отрезке А - В (см. рис. 2.12).

Ограничения по финансовым ресурсам для компании диктуются в современных условиях рядом факторов: неразвитостью рынка капитала, недостаточными гарантиями и высоким риском невозврата кредитов, высокими процентными ставками и т.д.

Существенным недостатком данного подхода к составлению инвестиционной программы является то, что она формируется безотносительно к структуре привлекаемых источников финансирования и не позволяет оценить финансовое состояние компании с учетом намеченной к реализации программы, а следовательно, и ее привлекательность для потенциальных инвесторов. Но в определенных условиях для целей укрупненной оценки инвестиционной программы такие методические решения вполне приемлемы.

Отмеченные недостатки изложенного выше подхода могут быть преодолены при комплексном планировании производственной, инвестиционной и финансовой деятельности, определяющем консолидированный бюджет компании, в котором на определенном планируемом периоде устанавливается, на какие проекты и за счет каких источников будут использованы компанией инвестиционные ресурсы.

Оптимальным является бюджет, в котором полностью задействованы собственные источники финансирования, а размер привлекаемых ресурсов определяется с учетом их стоимости для компании. Говоря о собственных источниках, следует обратить внимание и на средства, полученные в результате "каскадной" реализации проектов, т.е. финансирование последующего инвестиционного проекта программы происходит за счет предыдущего. В этом случае речь идет о самофинансировании в определенных пределах, намеченных к осуществлению инвестиционных проектов программы.

Комплексный подход к формированию инвестиционной программы компании, ее обоснованию со стороны финансовых ресурсов может быть реализован с использованием метода построения потоков наличностей.

Все денежные потоки, связанные с реализацией инвестиционного проекта, группируются по трем взаимосвязанным функциональным сферам деятельности: операционной, инвестиционной и финансовой. По каждому из этих направлений выделяются притоки и оттоки денежных средств, а также определяется результирующая величина - положительное или отрицательное сальдо.

Первое направление отражает финансовые потоки в связи с производственной деятельностью. Выручка от реализации продукции и услуг, а также внереализационные поступления характеризуют приток средств, а переменные издержки (материалы и комплектующие, зарплата производственных рабочих и т.д.), общие (постоянные) издержки, проценты по кредиту, налоги - отток. Важно иметь в виду, что в состав издержек не включается амортизация. Тем самым в расчетах потока наличностей она выступает как источник пополнения остатка ликвидных средств и финансирования потребностей предприятия.

В потоке денежных средств в связи с инвестиционной деятельностью (второе направление) источником поступления денежных средств является реализация активов, которые не используются в производстве, а оттоками - платежи за приобретение активов.

По третьему направлению - финансовая деятельность - в качестве поступлений (притоков) учитываются вклады владельцев проекта (собственный капитал), долгосрочные и краткосрочные займы. Оттоки (выплаты) здесь представлены в форме погашения задолженности по кредитам, выплаты дивидендов.

Алгебраическая сумма итогов по перечисленным сферам деятельности будет составлять остаток ликвидных средств в соответствующем периоде. При этом размер средств на конец каждого планируемого периода будет равен сумме средств на конец предшествующего периода плюс остаток ликвидных средств рассматриваемого периода.

Все инвестиционные проекты имеют однородные потоки денежных средств. Поэтому соответствующие показатели денежных средств по всем отобраным инвестиционным проектам могут быть просуммированы. С помощью такого сводного планового документа возможно оценить намеченную к реализации инвестиционную программу с позиций ее обеспеченности финансовыми ресурсами.

В сводном финансово-инвестиционном бюджете движение финансовых потоков, их суммирование должны проводиться с учетом календарного графика реализации каждого проекта. Из сказанного следует, что такой бюджет должен быть рассчитан на перспективу, которая охватит деятельность самого продолжительного по времени реализации проекта инвестиционного периода.

Основным условием осуществимости инвестиционной программы является положительность сальдо свободных денежных средств на любом интервале планирования. Если в каком-либо интервале эта величина становится отрицательной, то это означает, что программа в данном виде не может быть реализована независимо от значений интегральных показателей эффективности.

Если подобная ситуация возникает при расчете эффективности реальной инвестиционной программы, то в нее должны быть внесены коррективы, позволяющие избежать дефицита свободных денежных средств (путем увеличения доходной или уменьшения расходной части бюджета, привлечения дополнительных источников финансирования и т.п.), после чего расчеты должны быть возобновлены.

**5. Разработка календарного графика последовательности реализации инвестиционных проектов программы.** Это связано с одновременностью реализации инвестиционных проектов, т.е. с осуществлением так называемого "каскадного" метода проектов. Одни реализуются с начала первого года расчетного периода, другие - со второго, третьего и последующих лет. Практически это означает, что при суммировании соответствующих потоков следует учитывать календарный график выполнения каждого проекта, т.е. потоки каждого календарного года должны отражать лишь те проекты, воплощение которых началось. Следует учитывать и тот факт, что в процессе реализации инвестиционной программы будет происходить взаимное реинвестирование входящих в нее инвестиционных проектов.

Важным моментом при разработке календарного графика является установление расчетного периода. Для одних проектов это может быть 5 лет, а для других 10-12 лет т.д. Это положение с учетом вышесказанного предопределяет такой важный параметр бюджета, как продолжительность расчетного периода, на который он должен разрабатываться по организации на перспективу, замыкающую (ограничивающую) последний год реализации одного или нескольких проектов. Если, например, инвестиционная программа включает 5 проектов, которые отличаются по срокам ввода и величине расчетного периода, как указано в табл. 2.1, то расчетный период для планирования бюджета составляет 9 лет. Этот срок установлен по проекту "Г", замыкающему во времени инвестиционную программу предприятия. Таким образом, заранее, без необходимой информации о составе и календарном плане реализации проектов определить расчетный период разработки инвестиционной программы не представляется возможным. Он может колебаться в значительных размерах и будет зависеть от конкретного ее содержания.

Таблица 2.1

Продолжительность расчетного периода для планирования бюджета предприятия

Наименование проекта	Расчетный период	Годы реализации											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
А	5 лет	x	x	x	x	x							
Б	7 лет	x	x	x	x	x	x	x					
В	5 лет	-	x	x	x	x	x	x					
Г	6 лет	-	-	-	x	x	x	x	x	x			
Д	5 лет	-	-	-	x	x	x	x	x	-			

**6. Оценка влияния инвестиционной программы на показатели эффективности функционирующего предприятия.** Учет в одном плановом документе потоков денежных средств функционирующего предприятия и намеченной к реализации инвестиционной программы может быть реализован методом наложения. Для этой цели готовятся по организации следующие формы консолидированной финансовой отчетности: отчет о прибыли, финансово-инвестиционный бюджет и балансовый отчет с результатами, которые сложились в базисном периоде, т.е. в году, предшествующем началу реализации инвестиционной программы. Затем эти формы отчетности по организации совмещаются с отчетом о прибыли, финансово-инвестиционным бюджетом и балансовым отчетом инвестиционной программы предприятия.

Таким образом, имеются все необходимые сведения для расчета показателей экономической эффективности компании с учетом инвестиционной программы.

Формула расчета для такой задачи (с учетом интервала планирования) должна быть следующей:

$$ИР_{КП} = \sqrt[4]{P_a} \cdot P_{ИК} \cdot P_{СК} \cdot P_{П}, \quad (2.3)$$

где  $ИР_{КП}$  - интегральная рентабельность корпорации с инвестиционной программой;

$$P_a - \text{рентабельность общих активов} \left( \frac{ЧП_{КП}}{ОА} \right)$$

$$\text{или рентабельность чистых активов} \left( \frac{ЧП_{КП}}{ЧА} \right);$$

$$P_{ИК} - \text{рентабельность инвестированного капитала} \left( \frac{ЧП_{КП}}{ИК} \right);$$

$$P_{СК} - \text{рентабельность собственного капитала} \left( \frac{ЧП_{КП}}{СК} \right);$$

$$P_{П} - \text{рентабельность продаж} \left( \frac{ЧП_{КП}}{ВР} \right).$$

Условные обозначения:

ЧП - чистая прибыль;

ОА - общие активы;

ЧА - чистые активы;

ИК - инвестируемый капитал;

СК - собственный капитал;

ВР - выручка от реализации.

Каждый из приведенных выше показателей характеризует экономическую эффективность компании с инвестиционной программой по одному существенному параметру. Но эти показатели не позволяют дать оценку экономической эффективности в целом, поскольку значения одних показателей могут указывать на увеличение эффективности в расчетном периоде по сравнению с базовым, в то время как значения других показателей, наоборот, - на уменьшение эффективности. Поэтому для интегральной оценки эффективности компании с инвестиционной программой необходимо объединить отдель-

ные показатели в один обобщенный показатель, характеризующий эффективность предприятия с инвестиционной программой в целом.

Выбор осреднения показателя экономической эффективности компании с инвестиционной программой через среднегеометрическую величину определен прежде всего тем, что она более чувствительна к изменениям показателей и обеспечивает более тесные связи между ними, чем арифметическое осреднение.

Сведение ряда показателей в единый интегральный показатель позволяет определить отличие достигнутого состояния от базы сравнения (предприятий-аналогов) и сделать однозначный вывод о результатах работы организации с учетом инвестиционной программы за расчетный промежуток времени. Следует указать, что вышеизложенный методический подход был апробирован на кафедре экономики промышленности Самарского государственного экономического университета (СГЭУ). Этот подход можно рассматривать и в более широком плане - как надежный инструмент доказательства инвестиционной привлекательности компании, реализующей инвестиционную программу. Важно отметить и то, что он представляет необходимую экономическую информацию для расчета перспективной стоимости капитала организации. Задачи по оценке и анализу влияния инвестиционных программ на эффективность действующей компании, как правило, многовариантны. Отсюда рост трудоемкости выполнения плано-аналитических функций.

В современных условиях такие задачи решаются с помощью компьютерных программ, такой, например, как "Альт Инвест Сумм". Эта компьютерная программа позволяет описать и провести оценку нескольких инвестиционных решений, построить бюджет и укрупненный баланс действующей компании в развитии, оценить состояние компании с учетом и без учета инвестиционной программы и сделать выводы об инвестиционной привлекательности компании, реализующей инвестиционную программу.

### ***Тестовые задания***

1. Основными предпосылками планирования инвестиционной деятельности на долгосрочную перспективу являются:

- а) продолжительность инвестиционного цикла и необратимость вложенных в объекты предпринимательской деятельности инвестиций;
- б) необходимость обеспечения предприятия инвестиционными ресурсами;
- в) долгосрочный характер разработки инвестиционных проектов.

2. Инвестиционная стратегия в общей стратегии экономического развития предприятия связана:

- а) с социальной стратегией и стратегией реструктуризации производства и управления;
- б) товарно-рыночной стратегией и технологической стратегией;
- в) операционной стратегией, товарно-рыночной стратегией, технологической стратегией, ресурсно-рыночной стратегией, социальной стратегией и другими стратегиями экономического развития предприятия.

3. Планирование инвестиционной деятельности предприятия включает:

- а) разработку инвестиционной стратегии;
- б) разработку инвестиционной стратегии, программы и проектов;
- в) разработку инвестиционных проектов.

4. Расчетный период формирования инвестиционной стратегии зависит:

- а) от технологической стратегии;
- б) товарно-рыночной стратегии;
- в) горизонта планирования, принятого при формировании общей экономической стратегии предприятия.

5. Продолжительность периода планирования инвестиционной стратегии для российских предприятий составляет:

- а) свыше 10 лет;
- б) 3 - 5 лет.
- в) 5 - 10 лет.

6. Методология формирования инвестиционной стратегии включает:

- а) определение целей и задач развития организации, формирование стратегического плана инвестиционной деятельности;
- б) определение целей и задач развития организации, разработку вариантов решения стратегических задач, обоснование приоритетных направлений и формирование стратегического плана инвестиционной деятельности, экономическую оценку избранной стратегии;
- в) разработку вариантов решения стратегических задач, обоснование приоритетных направлений инвестиционной деятельности, экономическую оценку избранной стратегии.

7. Одним из основных принципов разработки инвестиционной стратегии предприятия является:

- а) обеспечение адаптивности к изменениям финансового рынка;
- б) учет базовых стратегий операционной деятельности;
- в) ориентация на состояние конъюнктуры инвестиционного рынка.

**8.** Методология SWOT-анализа предприятия предполагает:

- а) разработку плана по расширению присутствия на рынке;
- б) проведение анализа положения организации на рынке и разработку плана нейтрализации слабых мест;
- в) разработку плана по использованию внутренних преимуществ предприятия и его возможностей по расширению позиций на рынке или план нейтрализации слабых мест и ухода от внешних угроз.

**9.** Процесс разработки инвестиционной стратегии предприятия включает:

- а) исследование факторов внешней финансовой среды;
- б) прогнозирование конъюнктуры инвестиционного рынка;
- в) исследование факторов внешней среды и конъюнктуры инвестиционного рынка.

**10.** Основным требованием в формировании стратегических целей инвестиционной деятельности предприятия является:

- а) увеличение доли на рынке;
- б) рост объемов производства организации;
- в) максимизация получения прибыли.

**11.** Оценка эффективности разработанной инвестиционной стратегии ведется:

- а) по норме прибыли и сроку окупаемости инвестиций;
- б) фондоотдаче;
- в) себестоимости.

**12.** Основной формой реального инвестирования является:

- а) приобретение транспорта;
- б) обновление отдельных видов оборудования;
- в) капитальный ремонт оборудования.

**13.** Принципы формирования инвестиционной программы предусматривают:

- а) привлечение нематериальных активов;
- б) соблюдение календарного графика реализации инвестиционных проектов программы;
- в) эффективность использования оборотных средств.

## **3. УПРАВЛЕНИЕ ФОРМИРОВАНИЕМ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ**

---

### **3.1. Источники и методы формирования инвестиционных ресурсов**

Все направления и формы инвестиционной деятельности предприятия осуществляются за счет формируемых инвестиционных ресурсов. От характера формирования этих ресурсов во многом зависит уровень эффективности не только инвестиционной, но и всей хозяйственной деятельности предприятия. **Инвестиционные ресурсы предприятия представляют собой все формы капитала, привлекаемого для осуществления вложений в объекты реального и финансового инвестирования.**

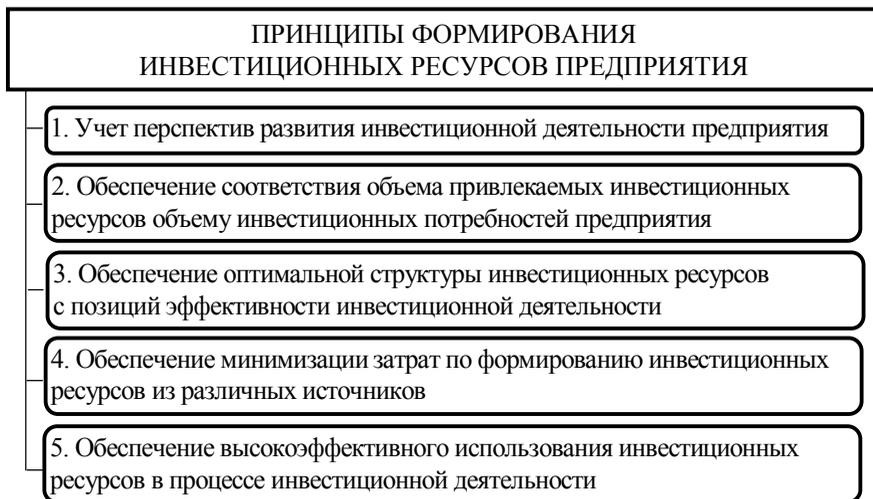
Уровень эффективности инвестиционной деятельности предприятия во многом определяется целенаправленным формированием им инвестиционных ресурсов. Основной целью создания инвестиционных ресурсов предприятия являются удовлетворение потребности в приобретении необходимых инвестиционных активов и оптимизация их структуры с позиций обеспечения эффективных результатов инвестиционной деятельности.

С учетом указанной цели процесс формирования инвестиционных ресурсов организации строится на основе следующих принципов (рис. 3.1).

**1. Учет перспектив развития инвестиционной деятельности предприятия.** Процесс формирования объема и структуры инвестиционных ресурсов подчинен задачам обеспечения инвестиционной деятельности не только на начальной стадии инвестиционного процесса, но и в ближайшей перспективе его развития. Обеспечение этой перспективности создания инвестиционных ресурсов предприятия достигается путем их планирования на всех стадиях инвестиционного процесса.

**2. Обеспечение соответствия объема привлекаемых инвестиционных ресурсов объему инвестиционных потребностей предприятия.** Общая потребность в инвестиционных ресурсах предприятия основывается на расчетах объемов реального и финансового

инвестирования в том или ином плановом периоде. Объему этих потребностей, дифференцированных во времени, должен соответствовать и объем инвестиционных ресурсов. Между этими двумя показателями должна обеспечиваться балансовая связь по каждому из интервалов общего планового периода.



**Рис. 3.1. Основные принципы формирования инвестиционных ресурсов предприятия**

**3. Обеспечение оптимальной структуры инвестиционных ресурсов с позиций эффективности инвестиционной деятельности.** Условия создания высоких конечных результатов инвестиционной деятельности в значительной степени зависят от структуры сформированных инвестиционных ресурсов, обеспечивающих как реальное, так и финансовое инвестирование. Оптимальная структура инвестиционных ресурсов делает возможным финансовое равновесие развития предприятия в процессе осуществления инвестиционной деятельности, в то время как неоптимальный ее вариант генерирует риски нарушения финансовой устойчивости и неплатежеспособности организации.

**4. Обеспечение минимизации затрат по формированию инвестиционных ресурсов из различных источников.** Такая минимизация затрат осуществляется в процессе управления стоимостью капитала, привлекаемого в инвестиционных целях, и направлена на максимизацию суммы чистой инвестиционной прибыли. Между показателями средневзвешенной стоимости привлечения инвестиционных

ресурсов и суммой чистой инвестиционной прибыли существует обратная зависимость использования инвестиционных ресурсов в процессе инвестиционной деятельности.

**5. Обеспечение высокоэффективного использования инвестиционных ресурсов в процессе инвестиционной деятельности.** Инвестиционные ресурсы, временно не используемые в инвестиционном процессе, теряют свою стоимость во времени от инфляции и по другим причинам. Поэтому процесс формирования и использования инвестиционных ресурсов должен быть максимально синхронизирован во времени по отдельным интервалам планового периода. Такая синхронизация обеспечивается в процессе оптимизации денежных потоков предприятия по инвестиционной деятельности.

Вопрос о привлечении инвестиционных ресурсов, необходимых для реализации инвестиционных проектов и программ, занимает важное место в планировании инвестиционной деятельности предприятия, выступая неизменным элементом технико-экономического обоснования инвестиционных решений. Рассматриваемый аспект планирования подчинен следующим целям: во-первых, обеспечению бесперебойного финансирования инвестиционной деятельности; во-вторых, наиболее эффективному использованию собственных средств предприятия (установлению приемлемых пропорций потребления и накопления); в-третьих, повышению экономической эффективности отдельных проектов и повышению ценности фирмы в целом; в-четвертых, повышению финансовой надежности как отдельных проектов, так и действующей инвестиционной программы предприятия в целом.

Проблему привлечения капитала необходимо исследовать по двум взаимосвязанным направлениям: источникам и методам финансирования. Комплекс вопросов, которые при этом предстоит решить, является важным составным элементом не только инвестиционного, но и финансового менеджмента и требует высокого профессионализма.

Источниками долгосрочного финансирования инвестиций предприятия в свои активы являются:

1. Внутренние (собственные) средства: амортизация, прибыль, средства от реализации излишних активов.

2. Внешние по отношению к организации средства, которые включают:

а) заемные средства: долгосрочные кредиты банков, эмиссия облигаций предприятия, средства бюджетов различных уровней, предоставляемые на возвратной основе, инвестиционный лизинг;

б) привлеченные средства: эмиссия привилегированных и обыкновенных акций, взносы сторонних отечественных и зарубежных инвесторов в уставный фонд.

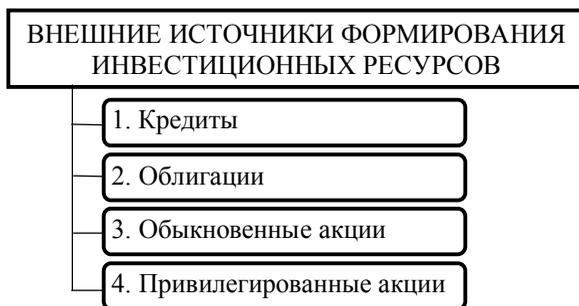
Собственные источники, и прежде всего амортизация, имеют преимущества в сравнении с другими источниками. Амортизация - самый надежный и, как мы убедимся ниже, самый дешевый источник. Начисление и накопление амортизации не зависят от результатов предпринимательской деятельности. Предприятиям в определенных условиях разрешено использование ускоренных методов начисления амортизации. Единственным противодействием увеличению размера амортизации, включаемой в текущие издержки, является налог на имущество. Но так как норма налогообложения в несколько раз меньше нормы амортизации, увеличение массы амортизации и за счет повышения нормы, и за счет возрастания фондоемкости (или размера основных фондов) при прочих равных условиях оказывается экономически целесообразным. Поэтому рост фондоемкости производства, рассматриваемый с этих позиций, не должен пугать инвесторов.

В отечественной литературе в качестве одного из источников инвестиционных ресурсов выступает чистая прибыль, но не вся, а в пределах фонда накопления.

При рассмотрении вопросов привлечения внутренних (собственных) источников финансирования необходимо учитывать и ряд присутствующих им недостатков, главный из которых заключается в ограниченном их объеме, а следовательно, и в отсутствии возможностей существенного расширения инвестиционной деятельности при благоприятной конъюнктуре инвестиционного рынка.

В числе важнейших внешних источников выделим банковские кредиты. Возможность привлечения кредитов определяется характером будущего развития предприятия, его эффективностью, а также опытом банка в работе с инвестиционными проектами.

Выбор каждого из внешних источников должен быть строго обоснован, инвестор должен уметь предвидеть последствия погашения обязательств по каждому из них и их влияние на конечные результаты своей деятельности. К числу внешних источников формирования инвестиционных ресурсов относятся: кредиты, эмиссия облигаций, эмиссия обыкновенных и привилегированных акций (рис. 3.2).



**Рис. 3.2. Основные внешние источники формирования инвестиционных ресурсов**

**1. Кредиты** - имеют свои особые преимущества относительно других источников финансовых ресурсов:

- могут быть получены в значительно более короткие сроки, чем средства от эмиссии акций, продажи облигаций. Это защищает фирму от возможных ухудшений на рынке капитала (рост процентов и т.д.);

- существует возможность их привлечения в значительных размерах, которые могут намного превышать объем собственных инвестиционных ресурсов;

- осуществляется более высокий внешний контроль за эффективностью инвестиционной деятельностью и реализацией внутренних резервов ее повышения;

- из-за персональной системы отношений между заемщиком и кредитным учреждением последнее более охотно идет фирме навстречу, когда та сталкивается с финансовыми проблемами. И хотя банк все равно потребует обеспечения кредита, фирма имеет возможность договориться о каких-либо смягчающих условиях;

- долгосрочные кредиты обеспечивают потребности в финансовых средствах небольших компаний, в то время как выпуск ценных бумаг невозможен из-за незначительных размеров.

Недостатками кредитного финансирования являются:

- сложность привлечения и оформления;
- необходимость предоставления соответствующих гарантий или залога имущества;

- большая рискованность кредитных займов в сравнении с акциями. Как и другие внешние источники, кредиты в случае неуплаты приводят к банкротству фирмы;

- долгосрочные кредиты обычно имеют строгие ограничения относительно условий их погашения, и в период нехватки средств кредиторы часто требуют выпуска акций, которые иногда входят в состав долгового соглашения и в случае необходимости покрывают убытки банков;

- банки предпочитают выдавать долгосрочные кредиты на относительно короткие периоды времени - не более 2-3 лет. Страховые компании, пенсионные фонды могут выдавать кредиты на более длительные сроки, так как срок погашения их обязательств перед клиентами значительно длиннее, чем у банков перед вкладчиками, а следовательно, и цена кредита у банка, как правило, самая высокая.

**2. Облигации** - это долгосрочные кредиторские финансовые обязательства с фиксированным доходом.

Преимущества облигаций заключаются в том, что это самый дешевый вид финансирования для фирмы, так как долговые платежи вычитаются из облагаемой налогом прибыли и требуемая норма дохода по облигациям со стороны их держателей обычно очень низка, ведь облигации для них - это самые безрисковые вложения средств.

Недостатками данного вида финансирования является то, что фирма, выпуская облигации, подвергает себя очень большому риску, и это может привести ее к банкротству, ведь по облигациям (в отличие от акций) дивиденды должны выплачиваться вне зависимости от финансового положения предприятия-эмитента.

**3. Обыкновенные акции** - начальный источник средств для большинства фирм. Акционеры обычно дают начало новому бизнесу, вкладывая в него свои средства. Таким образом, обыкновенные акции представляют всю собственность фирмы и являются ее пожизненным обязательством перед акционерами. Их преимущества для эмитента заключаются в следующем:

- выплата дивидендов необязательна;
- нет четко установленного срока погашения;
- при благоприятных условиях повышается курс акции и, следовательно, стоимость имущества фирмы.

**Привилегированные акции** - сходны с обыкновенными акциями (также не имеют срока погашения) и с кредитными средствами (предполагают обязательные ежегодные выплаты). Их преимущества для эмитента:

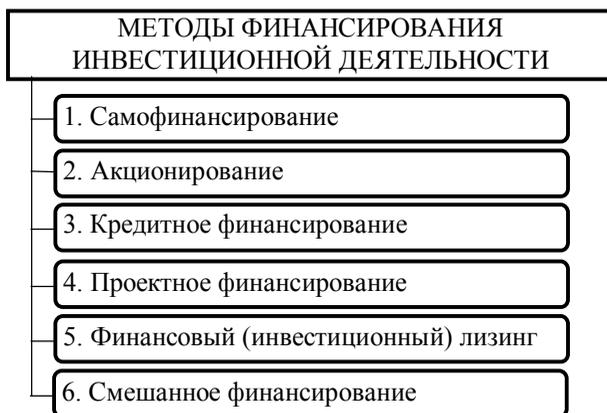
- выплаты дивидендов могут быть отсрочены;

- отсутствует возможность влияния владельцев привилегированных акций на политику фирмы (у них нет права голоса);
- привилегированные акции - одни из самых безрисковых обязательств фирмы.

Недостатками выпуска акций для эмитента являются:

- малая возможность контроля за движением акций;
- высокая стоимость затрат, связанных с эмиссией и размещением акций;
- это более дорогой источник капитала, чем кредитное финансирование, так как акционеры требуют больше доходов, чем они могли бы получить, поместив свои средства на банковский депозит, а также в связи с тем, что сумма дивидендных платежей не вычитается из налогооблагаемой базы.

Известны следующие основные методы долгосрочного финансирования инвестиционной деятельности: самофинансирование, акционирование, кредитное финансирование, проектное финансирование, финансовый лизинг, смешанное финансирование. На практике сложились области преимущественного использования перечисленных методов (рис. 3.3).



**Рис. 3.3. Основные методы финансирования инвестиционной деятельности предприятия**

**1. Самофинансирование** - предусматривает осуществление инвестирования за счет собственных средств. Разрешенные в настоящее время к применению методы начисления и использования амортизации в сочетании с проектируемыми изменениями законодательства в части использования прибыли для развития производства превращают само-

финансирование в заметный источник финансирования инвестиционных проектов по обновлению и техническому перевооружению действующего производства. Для придания самофинансированию такого значения в экономике развития следовало бы изменить периодичность переоценки основных фондов, включив решение данного вопроса в компетенцию предприятий. Необходимо иметь в виду, что в условиях высоких темпов инфляции при сложившейся системе переоценки основных фондов происходит обесценение этого источника.

**Акционирование** - как основная схема финансирования акционирование используется обычно для реализации крупномасштабных проектов при отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности. Оно состоит в объявлении открытой подписки на акции создаваемого предприятия для физических и юридических лиц.

**Кредитное финансирование** - применяется, как правило, для реализации небольших краткосрочных инвестиционных проектов с высокой нормой рентабельности инвестиций. Эта схема финансирования используется в отдельных случаях для реализации среднесрочных инвестиционных проектов при условии, что уровень рентабельности по ним существенно превышает ставку процента по долгосрочному финансовому кредиту.

**Проектное финансирование** - такая система его организации, при которой обслуживание финансовых обязательств перед кредиторами и инвесторами, привлекаемыми к участию в инвестиционном проекте, осуществляется исключительно за счет доходов, получаемых в процессе его реализации.

**Финансовый (инвестиционный) лизинг** - является разновидностью кредита, но в материально-вещественной форме, используется по той же причине, что и кредитное финансирование. В отечественных условиях его распространяют лишь на движимое имущество.

**Смешанное финансирование** - основывается на различных комбинациях вышеперечисленных методов и может быть использовано для всех форм инвестирования.

### **3.2. Оптимизация структуры источников инвестиционных ресурсов**

Оптимизация структуры источников, привлекаемых для финансирования ресурсов, является основной проблемой использования

смешанной формы финансирования. Она возникает как при проработке отдельно взятого проекта, так и при обосновании инвестиционной программы. Необходимость такой оптимизации определяется тем, что, во-первых, рассмотренные источники финансирования неравноценны, во-вторых, первоначально сформированная структура капитала в целом по организации может не соответствовать требованиям финансовой стратегии предприятия и снижать уровень ее финансовой устойчивости.

Первым шагом на пути установления соотношения различных источников финансирования выступает определение стоимости каждого из них. Расчеты должны основываться на информации, отражающей развитие предприятия в перспективе, так как задача состоит в том, чтобы найти будущую стоимость привлекаемого капитала. Предшествующие стоимости не оказывают влияния на стоимость нового финансирования.

Определение стоимости отдельных компонентов капитала предприятия основано на концепции фондового рынка. Ее суть состоит в том, что ресурсы, представленные на рынке капиталов, требуют ту или иную норму возврата (или дохода), которая формируется под воздействием факторов спроса и предложения. Что же касается стоимости данных видов финансовых ресурсов для реципиента, то она должна рассчитываться на посленалоговой базе. Это делает ее связанной с потоками денежных средств (чистых потоков), также исчисляемых после налоговых выплат и участвующих таким образом в формировании экономической эффективности проекта. Следует обратить внимание на то, что такой подход дает возможность оценить в сопоставимом виде стоимость всех инвестиционных ресурсов.

Требуемая инвесторами норма возврата - это цена инвестора за право фирмы использовать его деньги. Вместе с тем стоимость капитала конкретного ресурса является действительной стоимостью долга фирмы.

Привлечение любого источника инвестиций связано с определенными затратами, например выплатами дивидендов акционерам, процентов банкам, доходов по облигациям и др. Общая сумма средств, которую нужно заплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах по отношению к этому объему, называется стоимостью капитала.

Взаимосвязь стоимости капитала для конкретного финансового ресурса и требуемой инвесторами нормы возврата на этот ресурс может быть выражена следующей логической формулой:

$$\begin{array}{l} \text{Стоимость} \\ \text{капитала} \\ \text{i-го ресурса} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Норма возврата, которую фирма платит} \\ \text{за ресурс, - Налоги + "Плавающий расход"} \\ \text{(или флотационная стоимость)} \end{array} \quad (3.1)$$

"Плавающие" расходы (или флотационная стоимость) обусловлены затратами на размещение ценных бумаг, подготовку кредитных документов. При выпуске ценных бумаг они состоят, во-первых, из расходов на изготовление ценных бумаг и, во-вторых, расходов по страхованию риска продавцов акций - инвестиционных банкиров.

Затраты, непосредственно связанные с выпуском, рассчитываются по себестоимости выпуска каждой ценной бумаги (затраты на юридическое обеспечение, стоимость печати, регистрации, налоги).

Страховые суммы, идущие в пользу банкиров, могут быть различными в ценах на акции, по которым фирма передает их инвестиционным банкирам, и в ценах на акции, предлагаемые последними инвесторам на фондовом рынке.

При кредитовании, если это предусмотрено договором, в дополнение к процентным выплатам фирма должна осуществлять плату за подготовку кредитных документов и страховую плату за обеспечение кредита.

Работу по определению стоимости капитала каждого финансового ресурса целесообразно проводить в такой последовательности: сначала выяснить требуемую инвесторами норму возврата их финансовых ресурсов, затем привести норму к стоимости капитала, имея в виду налоговую ситуацию для конкретного ресурса и "плавающую" стоимость капитала. На практике, конечно, нет нужды представлять эти шаги отдельно. Но для уяснения излагаемой методики такой двустадийный процесс поможет обратить внимание на ряд важных моментов.

Теперь конкретизируем вышеприведенную формулу с учетом специфических факторов, определяющих стоимость конкретного инвестиционного ресурса.

**Оценка стоимости привилегированных акций.** Привилегированные акции содержат обусловленные нормы дивидендов на стоимость этих акций. Требуемую инвесторами норму дохода на такие акции (НДА<sub>П</sub>) можно представить следующим образом:

$$НДА_{П} = \frac{Д}{Ц_{П}}, \quad (3.2)$$

где  $Д$  - ожидаемый (постоянный) привилегированный дивиденд;

$Ц_{П}$  - цена привилегированной акции.

Платежи по акциям не исключаются из налогооблагаемой прибыли предприятия. Поэтому дивиденды по привилегированным акциям - это отток наличностей уже после выплаты налогов. Таким образом, не требуется стоимость привилегированных акций как элемента привлекаемого капитала корректировать еще раз на величину налоговых выплат. С учетом этого определим стоимость привилегированных акций ( $CA_{\Pi}$ ) как элемента стоимости капитала:

$$CA_{\Pi} = \frac{D}{(1-T) \cdot C_{\Pi}} = \frac{HDA_{\Pi}}{1-T}, \quad (3.3)$$

где  $T$  - "плавающая" (флотационная) стоимость выпуска.

*Пример.*

Если инвестор готов заплатить 20 руб. за каждую акцию организации А при дивиденде 30 % годовых и "плавающей" стоимости 5 %, то

$$CA_{\Pi} = \frac{0,3}{(1-0,05)} = 0,316, \text{ или } 31,6 \% \text{ годовых.}$$

Как будет показано далее, стоимость привилегированных акций больше, чем стоимость кредитов, облигаций, поскольку привилегированные акции более рискованны, чем облигации и займы, а это требует большей нормы дохода на них. Кроме того, дивиденды по акциям приходится выплачивать из чистой прибыли, т.е. они не входят под налоговым щитом.

***Оценка стоимости обыкновенных акций и нераспределенной прибыли.*** Оба источника обеспечивают держателей обыкновенных акций изменяющимися дивидендами. При этом акционеры получают обычные дивиденды плюс нераспределенную прибыль. Нераспределенная прибыль - внутренний источник, остаток заработанных фирмой средств на текущих операциях, сохраненных для финансирования новых проектов и (или) выплаты дополнительных доходов акционерам.

Требуемая норма дохода на рассматриваемые ресурсы отражает альтернативную стоимость, которую инвесторы могли бы получить на рынке вне данной фирмы. Инвесторы требуют одинаковых норм выплат по обыкновенным акциям и нераспределенной прибыли. Таким образом, мы будем находить для них общую норму возврата дохода ( $HDA_0$ ).

Почему обыкновенные акции и нераспределенная прибыль имеют равные требуемые нормы возврата? Вполне оправданно, что инвесторы

требуют одинакового дохода на дополнительные инвестиции, подобные по своей природе тем, которые могут быть получены от выпуска новых акций. Используя нераспределенную прибыль, фирма как бы лишает инвесторов таких фондов. Что бы сделали инвесторы с этими деньгами? Один из вариантов - они бы купили больше обыкновенных акций фирмы. Тогда какой же уровень дохода должен требовать инвестор от дополнительных инвестиций за счет нераспределенной прибыли? Такой же, как и по обыкновенным акциям.

Фирма может не выплачивать нераспределенные средства акционерам сразу, они могут пойти на будущие проекты с целью возрастания будущих доходов инвесторов. Таким образом, отказываясь от дивидендов сегодня, инвесторы будут вознаграждены большими доходами в дальнейшем.

В отличие от привилегированных акций, обыкновенные не обещают постоянных дивидендов. Поскольку акционеры часто ожидают роста дивидендов, постольку использовать предыдущую формулу мы не можем. Вместо этого для определения требуемой инвесторами нормы дохода мы должны использовать модель, позволяющую учесть будущий рост. Это так называемая "модель постоянного роста" дивидендов с учетом дисконта:

$$НДА_0 = \frac{D_1}{C_0} + q, \quad (3.4)$$

где  $D_1$  - ожидаемый дивиденд на каждую акцию, руб.;

$C_0$  - текущая цена обыкновенных акций, руб.;

$q$  - ожидаемый постоянный рост дивидендов, норма прироста дивидендов в десятичной форме.

Будущие дивидендные платежи, как и ожидаемый постоянный рост дивидендов определить крайне сложно. Они предполагают оценку будущих потоков наличностей, которую нелегко сделать.

Несмотря на то, что обыкновенные акции и нераспределенная прибыль имеют одинаковые требуемые инвесторами нормы возврата, они не имеют одинаковой стоимости как элементы капитала. Дело в том, что, когда выпускаются новые обыкновенные акции, фирма должна уплатить "плавающую" стоимость, чтобы к ней начали поступать средства от этих продаж. Тогда стоимость обыкновенных акций ( $CA_0$ ) как элемента капитала фирмы можно определить по формуле

$$CA_O = \frac{D_1}{(1-f) \cdot C_O} + q, \quad (3.5)$$

где  $f$  - "плавающая" стоимость, % от  $C_O$ .

Стоимость нераспределенной прибыли (СНП):

$$СНП = \frac{D_1}{C_O} + q. \quad (3.6)$$

*Пример.*

Используем данные предприятия (как и в предыдущем примере).

1. Ожидаемые дивиденды - 30 % к текущей стоимости акций.
2. Текущая стоимость обыкновенных акций - 20 руб. за акцию.
3. Ожидаемый годовой рост дивидендов - 10 %.
4. "Плавающая" стоимость новых акций - 6 % от текущей цены.

$$CA_O = \frac{0,3}{(1-0,06)} + 0,1 = 0,42, \text{ или } 42 \% \text{ годовых,}$$

$$СНП = 0,3 + 0,1 = 0,4, \text{ или } 40 \% \text{ годовых.}$$

Таким образом:  $CA_O > СНП > CA_{П}$ .

Обратим внимание на нераспределенную прибыль (часть чистой прибыли). Это достаточно дорогой источник. В условиях, когда процент по кредиту ниже ставки налога на прибыль, нераспределенная прибыль становится одним из самых дорогих источников и приближается к уровню стоимости обыкновенных акций.

Ценность амортизации для фирмы должна быть определена по тем же принципам, что и норма дохода на инвестируемые средства, т.е. ориентирами здесь могут быть процентные ставки по долгосрочным кредитам. Такое решение полностью соответствует альтернативному подходу инвестора к обоснованию желаемой нормы дохода.

Амортизация, с одной стороны, выступает как средство накопления, с другой - является издержками производства. Поэтому ее ценность для фирмы при соизмерении с другими источниками должна быть определена в условиях посленалогового исчисления, т.е. умножена на коэффициент  $(1 - T)$ . В то же время ее использование никак не связано с флотационными расходами, и поэтому нет необходимости корректировки на этот показатель. При таком подходе амортизация окажется самым дешевым для фирмы источником финансирования.

В связи с вышеизложенным стоимость амортизации для фирмы определяется по формуле

$$C_a = A_K \cdot (1 - T), \quad (3.7)$$

где  $C_a$  - стоимость амортизации для фирмы;  
 $A_K$  - требуемый инвестором доход с амортизации;  
 $T$  - ставка налога на прибыль.

*Пример.*

$$A_K = 20 \% ; T = 20 \% ; C_a = 20 (1 - 0,20) = 16 \%$$

Оценка стоимости прибыли до налогообложения в качестве инвестиционного ресурса определяется, как и амортизация. Хотя эти два источника имеют различную экономическую природу, но для реципиента они имеют однозначную стоимость. Прибыль, как и амортизация, является самым дешевым, а потому самым привлекательным источником. Этим объясняются ее стимулирующая роль в развитии инвестиционного процесса и необходимость скорейшего законодательного закрепления прав предприятия по ее использованию.

Формула расчета:

$$СП = П - (1 - T), \quad (3.8)$$

где  $СП$  - стоимость для фирмы прибыли до налогообложения;  
 $П$  - требуемый инвестором доход с прибыли до налогообложения.

***Стоимость долгосрочного кредита и облигаций (долга).***

Стоимость долга рассчитывается одинаково для различных видов облигаций и для банковских кредитов. Отличия в привлечении средств между этими формами несущественны, поэтому то, что будет изложено ниже в плане оценки стоимости кредита, относится и к облигациям. В дальнейшем мы будем исходить из того, что кредитные обязательства (проценты и в определенных границах основной долг) вычитаются из облагаемой налогом прибыли, следовательно данный источник для фирмы дешевле, чем другие источники финансирования, связанные с прибылью после налогообложения, т.е. с чистой прибылью.

Стоимость кредита ( $C_K$ ) для фирмы определяется по формуле

$$C_K = \frac{K_C \cdot (1 - T)}{(1 - f)}, \quad (3.9)$$

где  $K_C$  - процентная ставка банка по кредиту.

В нашем примере:

$$K_C = 20 \% ;$$

$$T = 20 \% ;$$

$$f = 5 \% .$$

Тогда

$$C_K = \frac{20 \cdot (1 - 0,20)}{(1 - 0,05)} = 17\% .$$

Таким образом, стоимость кредита при принятых нами условиях погашения долга для фирмы всегда меньше, чем объявленный банковский процент, у нас она составила не 20 %, а 17 % годовых.

Оценка стоимости финансового лизинга как элемента капитала должна учитывать особенности формирования лизинговых платежей. Они зависят не только от размера слагаемых: процента по кредиту, способа расчета амортизации, лизингового процента, размера предоплаты, - но и от продолжительности лизингового соглашения.

Используя задачи сравнительной оценки различных источников финансирования, лизинговые платежи должны рассчитываться исходя из условий лизингового соглашения на срок службы объекта лизинга (без предоплаты), сложившихся на рынке процентов по кредиту (хотя лизинговая компания может рассчитывать на некоторое сокращение стоимости кредита) и лизинговых процентов лизингодателя. С учетом этих обстоятельств может быть предложена формула расчета стоимости финансового лизинга, включающая затраты по лизингу в себестоимость продукции лизингодателя:

$$C_{Л} = \frac{ЛП \cdot (1 - T)}{(1 - f)}, \quad (3.10)$$

где  $ЛП$  - ежегодный лизинговый платеж, % от стоимости объекта лизинга при продолжительности лизингового соглашения, равного сроку службы объекта лизинга.

*Пример.*

$$ЛП = 30 \%;$$

$$T = 20 \%;$$

$$f = 4 \%.$$

$$C_{Л} = \frac{30 \cdot (1 - 0,20)}{(1 - 0,04)} = 25,3\%.$$

Таким образом, с позиции фирмы можно проранжировать различные источники финансирования инвестиционной деятельности в порядке возрастания их стоимости следующим образом:

- 1) амортизация, прибыль (до налогообложения);
- 2) кредиты, облигации;
- 3) финансовый лизинг;
- 4) нераспределенная прибыль;
- 5) акции привилегированные;
- 6) акции обыкновенные.

Ясно, что при формировании инвестиционной стратегии и ее реализации на первый план выступают собственные источники в таких формах, как амортизация и прибыль. Обычно данных средств недостаточно для реализации инвестиционных проектов и поэтому приходится прибегать к внешним источникам, использованию смешанной схемы финансирования и обоснованию в связи с этим оптимальной структуры привлекаемых ресурсов.

Обобщенная характеристика затрат, связанных с привлечением финансовых ресурсов или среднего процента за пользование капиталом, может быть дана с помощью показателя средневзвешенной величины стоимости капитала фирмы (СВСК). Формула расчета следующая:

$$СВСК = \sum_{i=1}^n Y_i \cdot ССР_i, \quad (3.11)$$

где  $Y_i$  - удельный вес  $i$ -го ресурса в структуре капитала;

$ССР_i$  - специфическая стоимость  $i$ -го ресурса;

$n$  - количество источников долгосрочного финансирования.

Стоимость капитала можно определить по отчетным данным фирмы, а также по показателям инвестиционного проекта и инвестиционной программы.

Методы расчета  $ССР_i$  были рассмотрены в начале этого раздела. Что касается определения доли отдельных источников финансирования ( $Y_i$ ), здесь необходимо обратить внимание на то, что размер собственных источников (амортизация, прибыль до налогообложения и чистая прибыль) следует отразить в расчетах лишь в том объеме, который остается после использования этих источников для обслуживания кредита (амортизация и чистая прибыль) и акций (нераспределенная прибыль). В противном случае будет иметь место повторный счет одних и тех же источников со всеми вытекающими погрешностями в расчетах (табл. 3.1).

Таблица 3.1

## Расчет средневзвешенной стоимости капитала предприятия

Инвестиционный ресурс	Размер ресурса, тыс. руб.	Удельный вес ресурса в капитале фирмы	Специфическая стоимость ресурса	Средневзвешенная стоимость капитала
Кредит	11660	0,686	0,17	0,12
Акции	3340	0,196	0,42	0,082
Лизинг	400	0,024	0,253	0,006
Амортизация	-	-	-	-
Прибыль (до налогообложения)	1600	0,094	0,16	0,015
Всего	17 000	100		0,223, или 22,3 %

Допустим, в нашем примере суммарная потребность в финансовых ресурсах составляет 17 000 тыс. руб. Расчеты по привлечению кредита и акционерного капитала показали, что оптимальными являются привлечение кредита на сумму 11 660 тыс. руб. и эмиссия акций на сумму 3340 тыс. руб., остаток собственных средств после их частичного использования на обслуживание кредита и лизингового финансирования в размере 400 тыс. руб. составит 1600 тыс. руб. Эти сведения, а также результаты определения специфической стоимости отдельных видов ресурсов позволяют рассчитать величину средневзвешенной стоимости капитала по намеченной программе развития. Уровень СВСК сложился при заданной структуре капитала, которая обоснована как оптимальная. При ином соотношении, например увеличении доли акционерного капитала, уровень СВСК повысится. Достоинство СВСК при оптимальной структуре следует сопоставлять с СВСК, рассчитанной по отчетным данным, с иными вынужденными вариантами формирования структуры финансирования инвестиционной программы.

СВСК в сочетании с показателем дохода на одну акцию является важной характеристикой ценности предприятия, его инвестиционной привлекательности.

Реализация принципа повышения ценности предприятия на основе рассмотренных в этом разделе методических приемов сегодня становится важнейшим элементом в управлении инвестиционной деятельностью.

"Побочным" продуктом расчета СВСК является ее интерпретация в качестве приемлемой для инвестора нормы дохода. Многие достаточно крупные зарубежные компании ориентируются на этот показатель в расчетах экономической эффективности - при определении коэффициентов дисконтирования, при оценке приемлемости расчетной величины внутренней нормы дохода.

Одна из главных задач формирования инвестиционных ресурсов - оптимизация их структуры с учетом уровня доходности и риска инвестиций - реализуется разными методами. Одним из основных механизмов осуществления этой задачи является финансовый леверидж, характеризующий использование организацией заемных средств, которые влияют на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.

Иными словами, финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительно генерируемой прибыли на собственный капитал при различной доле использования заемных средств, называется *эффектом финансового левериджа*. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФЛ} = (1 - C_{\text{НП}}) \cdot (KBP_A - ПК) \cdot \frac{ЗК}{СК}, \quad (3.12)$$

где *ЭФЛ* - эффект финансового левериджа, заключающийся в приросте коэффициента рентабельности собственного капитала, %;  
*C<sub>НП</sub>* - ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;  
*KBP<sub>A</sub>* - коэффициент валовой рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %;  
*ПК* - средний размер процентов за кредит, уплачиваемых предприятием за использование заемного капитала, %;  
*ЗК* - средняя сумма используемого организацией заемного капитала;  
*СК* - средняя сумма собственного капитала организации.

Рассматривая ранее приведенную формулу расчета эффекта финансового левериджа, можно выделить в ней три основные составляющие:

1) налоговый корректор финансового левериджа ( $1 - C_{\text{НП}}$ ), который показывает, в какой степени проявляется эффект финансового левериджа в связи с различным уровнем налогообложения прибыли;

2) *дифференциал финансового левериджа* ( $KBP_A - ПК$ ), который характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средним размером процента за кредит;

3) *коэффициент финансового левериджа* ( $ЗК/СК$ ), который характеризует сумму заемного капитала, используемого предприятием, в расчете на единицу собственного капитала.

## **Тестовые задания**

1. Какое из определений понятия "инвестиционные ресурсы" является верным:

а) инвестиционные ресурсы организации представляют собой все формы капитала, привлекаемого ей для осуществления вложений в объекты реального и финансового инвестирования;

б) инвестиционные ресурсы организации представляют собой все формы капитала, привлекаемого ей для осуществления вложений в фондовый рынок;

в) инвестиционные ресурсы организации представляют собой все формы капитала, привлекаемого ей для осуществления капитальных вложений.

2. К основным принципам формирования инвестиционных ресурсов относится обеспечение:

а) минимизации затрат по формированию инвестиционных ресурсов из различных источников;

б) финансового равновесия организации;

в) максимизации средневзвешанной стоимости привлекаемых инвестиционных ресурсов.

3. Какие из нижеперечисленных средств являются источниками долгосрочного финансирования инвестиций:

а) собственные, от эмиссии ценных бумаг, бюджетные;

б) собственные, бюджетные, инвестиционный лизинг;

в) собственные, заемные, привлеченные.

4. К собственным источникам финансирования инвестиций относятся:

а) амортизация, прибыль;

б) амортизация, прибыль, средства от реализации излишних активов;

в) прибыль, средства от реализации излишних активов.

5. Заемные средства включают:

а) долгосрочные кредиты банков, средства бюджетов различных уровней, инвестиционный лизинг;

б) долгосрочные кредиты банков, эмиссию облигаций организации, инвестиционный лизинг;

в) долгосрочные кредиты банков, эмиссию облигаций организации, средства бюджетов различных уровней, инвестиционный лизинг.

**6.** Привлеченные средства - это:

а) эмиссия привилегированных обыкновенных акций, взносы сторонних отечественных и зарубежных инвесторов в уставный фонд предприятия;

б) эмиссия привилегированных акций, взносы сторонних отечественных и зарубежных инвесторов в уставный фонд организации;

в) эмиссия обыкновенных акций, взносы сторонних отечественных и зарубежных инвесторов в уставный фонд организации.

**7.** Основные методы долгосрочного финансирования инвестиционной деятельности включают:

а) самофинансирование, эмиссионный, кредитный, финансовый лизинг;

б) самофинансирование, эмиссионный, финансовый, смешанный лизинг;

в) самофинансирование, эмиссионный, кредитный, финансовый, смешанный лизинг, проектное финансирование.

**8.** Оптимизация структуры источников инвестиционных ресурсов необходима при использовании:

а) финансового (инвестиционного) лизинга;

б) смешанной формы финансирования;

в) проектного финансирования.

**9.** Определение стоимости источников финансирования инвестиций основывается на концепции:

а) фондового рынка;

б) денежного рынка;

в) рынка недвижимости.

**10.** Наиболее рисковыми источниками финансирования инвестиций являются:

а) собственные средства;

б) эмиссия обыкновенных акций;

в) кредиты.

## **4. УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ ПРЕДПРИЯТИЯ НА СТАДИИ РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ И ПРОГРАММ**

---

### **4.1. Управление реализацией инвестиционных проектов и программ**

Специфический характер реального инвестирования и его форм определяют особенности управления инвестиционными проектами и программами на предприятии.

**Управление реальными инвестициями предприятия представляет собой систему принципов и методов подготовки, оценки и реализации наиболее эффективных реальных инвестиционных проектов и программ, направленную на обеспечение достижения инвестиционных целей.**

Управление реальными инвестициями организации в современных условиях базируется на методологии системы "Управление проектами" [Project Management] - новом научном направлении, получившем широкое распространение в западных странах с развитой рыночной экономикой.

Управление проектами - это современная системная методология осуществления всех процессов разработки и реализации инвестиционного проекта любого вида на протяжении всего его жизненного цикла, обеспечивающая эффективное достижение его целей.

Система "Управление проектами" возникла в конце 50-х гг. XX столетия. Первыми методами, положившими начало методологии управления проектами, были СРМ ("метод критического пути") и PERT ("система сетевого планирования"). Преимущества, которые обеспечивали эти системные методы достижения поставленных целей, дали импульс к широкому использованию и постоянному совершенствованию методологии управления проектами. Если на первой стадии развития этой системы управления основной акцент делался на координацию отдельных видов работ и оптимизацию распределения ресурсов в процессе реализации инвестиционных проектов, то впоследствии приоритетное внимание стало уделяться вопросам обеспечения финансирования проектов, планированию финансовых потоков по отдельным этапам работ на основе разработки системы бюджетов, а также контролю за использованием финансовых ресурсов проекта.

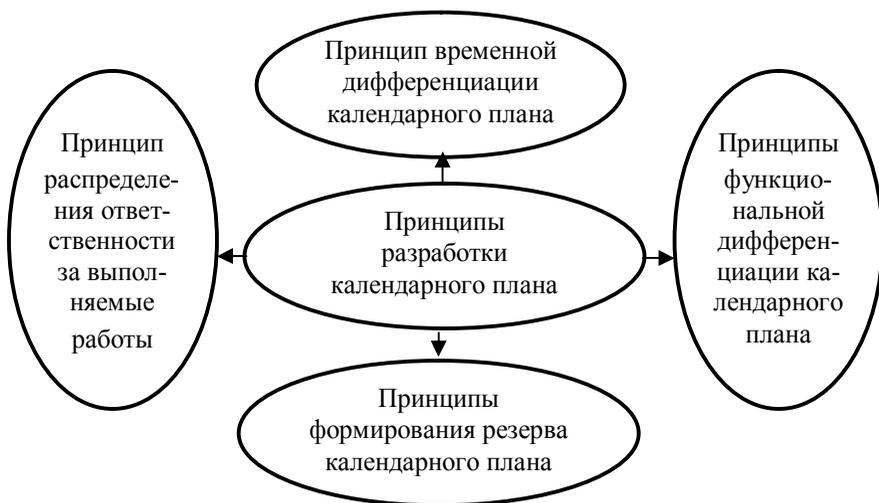
В самостоятельную научную дисциплину "Управление проектами" полностью оформилось в последнем десятилетии XX в. Комплексная системная методология управления проектами широко используется в инвестиционном процессе всеми развитыми странами. Для этого создана специализированная международная организация - ИПМА [International Project Management Association], объединившая соответствующие национальные ассоциации свыше 20 стран мира. На этой методологии базируются рекомендации по подготовке и финансированию инвестиционных проектов таких международных организаций, как ЮНИДО (Организация по промышленному развитию при ООН), ФАО (Международная сельскохозяйственная организация), Всемирный банк и др.

Управление реализацией реальных инвестиционных проектов направлено на их выполнение в предусмотренные сроки с целью обеспечения своевременного возврата вложенных средств в виде чистого денежного потока (прежде всего - получения предусмотренной инвестиционной прибыли). Это управление осуществляется в разрезе каждого реального проекта, включенного в инвестиционную программу организации. По каждому запланированному инвестиционному проекту обычно назначается его руководитель, который проводит подготовку всех необходимых документов и обеспечивает реализацию его основных показателей. По крупным инвестиционным проектам, выполняемым подрядным способом (с привлечением подрядчика и субподрядчиков), руководитель проекта должен распределить функции управления среди отдельных участников проекта.

Успешная реализация каждого инвестиционного проекта, включенного в программу реальных инвестиций организации, во многом зависит от своевременной и качественной разработки плана его осуществления. Такой плановый документ в практике инвестиционного менеджмента носит название "Календарный план реализации инвестиционного проекта".

**"Календарный план реализации инвестиционного проекта" представляет собой одну из форм оперативного плана инвестиционной деятельности предприятия, отражающего объемы, сроки и исполнителей отдельных видов работ, связанных с его осуществлением.**

Разработка "Календарного плана реализации инвестиционного проекта" базируется на определенных принципах и выполняется в определенной последовательности. Основными из этих принципов являются следующие (рис. 4.1).



**Рис. 4.1. Основные принципы разработки календарного плана реализации инвестиционных проектов**

**1. Принцип временной дифференциации календарного плана.**

Реализация этого принципа предусматривает различную степень детализации календарного плана осуществления инвестиционного проекта во времени и по формам разработки. Основные формы временной дифференциации календарного плана реализации инвестиционного проекта следующие (рис. 4.2).



**Рис. 4.2. Основные формы временной дифференциации календарного плана реализации инвестиционного проекта**

*Годовой график реализации проекта* является первоначальным и основным документом, отражающим результаты оперативного планирования. По проектам, реализуемым в течение нескольких лет, он охватывает только тот объем работ, который предполагается выполнить в рамках планируемого календарного года. По проектам, осуще-

ствляемым в рамках одного года, он характеризует последовательность выполнения проекта в целом.

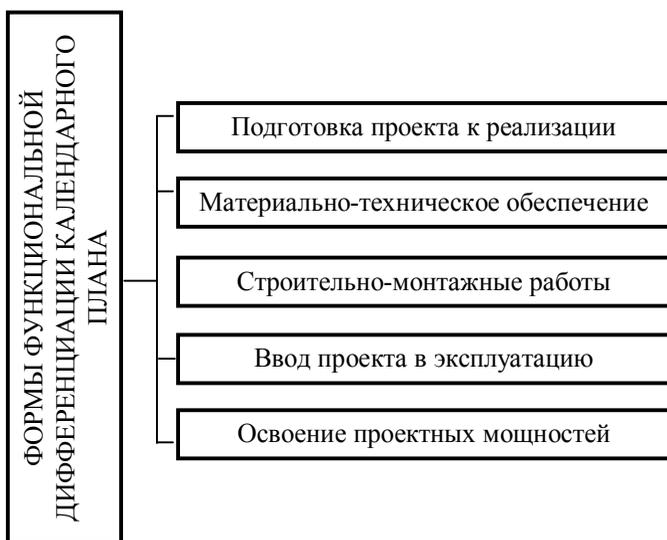
При разработке годового графика реализации инвестиционного проекта используются два основных метода - *метод сетевого планирования* и *метод критического пути* (оба эти метода хорошо известны специалистам, широко освещены в специальной литературе и поэтому не рассматриваются в данной работе). Сетевой метод планирования выполнения работ (получающий свое выражение в сетевом графике) более нагляден, однако по нему трудно оценить "узкие места", фактические объемы выполненных работ, возможные причины задержки реализации отдельных видов работ и т.п. Метод критического пути в сравнении с сетевым методом имеет ряд преимуществ - он обеспечивает взаимосвязь и последовательность выполнения работ; учитывает ограничения и препятствия; определяет "узкие места"; дает возможность применять методы оптимизации; предоставляет варианты "что, если ..."; он строит модель графика инвестиционного процесса по отклонениям и возмущениям. Главным недостатком этого метода является его высокая трудоемкость.

*Квартальный и месячный планы работ по реализации проекта* охватывают конкретные их объемы в рамках указанных временных интервалов. Основа их разработки - годовой график реализации инвестиционного проекта с последующей детализацией. Квартальный план работ предоставляется и утверждается одновременно с предоставлением годового графика. Месячный план работ составляется только на предстоящий квартал.

*Декадное задание* выступает формой последующей детализации месячного плана выполнения работ, по реализации проекта.

**2. Принцип функциональной дифференциации календарного плана.** Осуществление этого принципа предусматривает необходимость проведения дифференцированного планирования отдельных видов работ по различным функциональным блокам, состав которых зависит от стадии реализации и размера инвестиционного проекта. По крупным инвестиционным проектам календарный план их реализации разграничивается обычно по пяти функциональным блокам (рис. 4.3).

*Подготовка проекта к реализации* включает прежде всего план мероприятий по выбору подрядчика (субподрядчиков) и заключению контракта (речь идет о наиболее распространенной практике реализации инвестиционного проекта - на подрядной основе). В состав этого функционального блока входят обычно следующие виды работ: планирование подготовки контракта; выбор претендентов; подготовка и рассылка запросов; получение и анализ предложений; заключение контракта.



**Рис. 4.3. Основные формы функциональной дифференциации календарного плана реализации инвестиционного проекта**

*Материально-техническое обеспечение* при разработке календарного плана предоставляется в виде детализированного списка оборудования и материалов со сроками их поставки.

*Строительно-монтажные работы* требуют наиболее тщательной проработки при календарном планировании. Этот функциональный блок календарного плана включает: срок начала и окончания каждого вида и этапа работ; динамику использования техники и рабочей силы; динамику использования материалов; работы по проверке реализации инвестиционного проекта в целом.

*Ввод проекта в эксплуатацию* в процессе календарного планирования предусматривает: подготовку персонала для начала эксплуатации объекта; закупку и доставку необходимого сырья и материалов; планирование пусконаладочных работ и другие мероприятия. Этот функциональный блок является последним на стадии прямого инвестирования, переводя его в стадию начала эксплуатации инвестиционного проекта.

*Освоение проектных мощностей* завершает функциональное календарное планирование реализации инвестиционного проекта.

**3. Принцип формирования резерва календарного плана.** Этот принцип осуществляется в процессе планирования путем определения предельно допустимого размера нарушения сроков отдельных включенных в него работ и распределения этого резерва между уча-

стниками реализуемого инвестиционного проекта (заказчиком, подрядчиком, субподрядчиками). Предусматриваемый резерв должен составлять обычно не более 10-12 % всего объема времени календарного плана. Порядок распределения этого резерва времени между участниками проекта должен быть оговорен в контракте. Если такое условие в контракте отсутствует, то обычно резерв времени используется в необходимом объеме той стороной, которая первой заявит о потребности в этом.

**4. Принцип распределения ответственности за выполняемые работы.** Реализация этого принципа определяет возложение ответственности исполнения отдельных этапов работ на конкретных представителей заказчика или подрядчика в соответствии с их функциональными обязанностями, изложенными в контракте. При этом возложение исполнения отдельных мероприятий на одну из сторон, как правило, автоматически возлагает на нее и конкретные инвестиционные риски (с соответствующими формами возмещения их негативных последствий).

Разработанный с учетом вышеназванных принципов и согласованный со сторонами календарный план (в табличной или графической форме) рассматривается и утверждается руководителем соответствующего центра инвестиций.

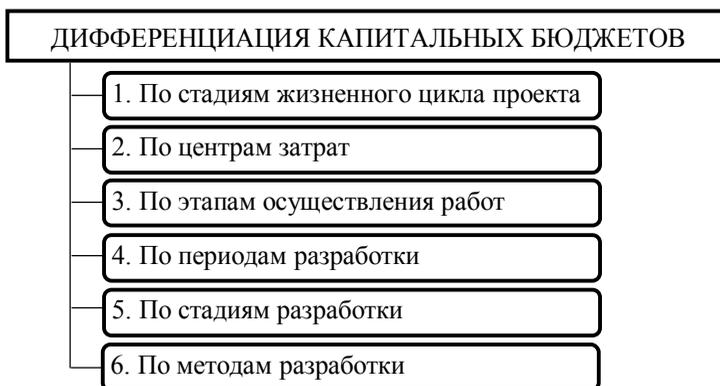
## **4.2. Разработка бюджета реализации инвестиционного проекта**

Эффективность реализации инвестиционного проекта в значительной мере определяется обоснованным планом финансирования отдельных работ по его практическому осуществлению. Плановый финансовый документ, разрабатываемый в этих целях, носит название "Капитальный бюджет реализации инвестиционного проекта" (или просто "Капитальный бюджет проекта").

"Капитальный бюджет реализации инвестиционного проекта" представляет собой одну из форм оперативного плана инвестиционной деятельности организации, отражающего направления, объемы, сроки и источники финансирования отдельных видов работ, связанных с его осуществлением.

Как и календарный план, капитальный бюджет разрабатывается первоначально на предстоящий год в разрезе кварталов, а затем в рамках предстоящего квартала детализируется в разрезе месяцев.

В практике управления проектами существуют многочисленные виды капитальных бюджетов, связанных с обеспечением их реализации. Основные из этих видов капитальных бюджетов представлены на рис. 4.4.



**Рис. 4.4. Основные формы дифференциации капитальных бюджетов, разрабатываемых предприятием**

**1. По стадиям жизненного цикла** выделяют следующие виды капитальных бюджетов:

- *капитальный бюджет по прединвестиционной стадии проекта.* Этот бюджет отражает капитальные расходы на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и другие виды работ, обеспечивающие подготовку отдельных разделов инвестиционного проекта (его бизнес-плана);

- *капитальный бюджет по инвестиционной стадии проекта.* В этом бюджете отражаются капитальные расходы на приобретение земельных участков и их улучшение, затраты на строительномонтажные работы и приобретение основных средств и др., обеспечивающие подготовку объекта инвестирования к эксплуатации;

- *капитальный бюджет по эксплуатационной стадии проекта.* В этом виде бюджета отражаются инвестиционные затраты по формированию оборотных средств, а также расширению парка машин и оборудования в процессе увеличения объема операционной деятельности.

**2. По центрам затрат** данный вид капитальных бюджетов разрабатывается по крупным инвестиционным проектам. При этом центры затрат формируются, как правило, по функциональному признаку в разрезе структурных единиц и подразделений, осуществляющих проектно-конструкторские работы, материально-техническое обеспечение, строительномонтажные работы и т. п.

**3. По этапам осуществления работ** капитальные бюджеты разрабатываются в соответствии с укрупненной группировкой видов работ, предусмотренных календарным планом реализации проекта.

**4. По периодам разработки** выделяют следующие виды капитальных бюджетов:

- *плановый капитальный бюджет;*
- *отчетный капитальный бюджет.*

**5. По стадиям разработки** выделяют такие виды капитальных бюджетов:

- *предварительный капитальный бюджет;*
- *окончательный капитальный бюджет.*

**6. По методам разработки** в системе капитальных бюджетов выделяют:

- *стабильный капитальный бюджет;*
- *гибкий капитальный бюджет.*

Разработка капитального бюджета инвестиционного проекта направлена на решение двух основных задач:

1. Определение объема и структуры расходов по реализации инвестиционного проекта в разрезе отдельных этапов календарного плана.

2. Обеспечение необходимого для покрытия этих расходов потока инвестиционных ресурсов в рамках общего объема средств, предназначенных для финансирования реализации инвестиционного проекта.

Исходными предпосылками для разработки бюджета реализации инвестиционного проекта являются:

- а) календарный план реализации инвестиционного проекта;
- б) сметы затрат на выполнение отдельных видов работ и приобретение сырья, материалов, механизмов и оборудования, разработанные в разрезе отдельных функциональных блоков календарного плана;
- в) общая стратегия и схема финансирования инвестиционного проекта;
- г) предварительный график инвестиционного потока, составленный на этапе разработки бизнес-плана проекта;
- д) финансовое состояние инвестора в текущем периоде.

В системе мероприятий по обеспечению реализации инвестиционных проектов важное место принадлежит нейтрализации проектных рисков.

Под нейтрализацией проектных рисков понимается система разрабатываемых мероприятий по снижению возможных негативных финансовых последствий при их реализации для участников проекта.

Обеспечение нейтрализации проектных рисков осуществляется за счет следующих основных направлений:

- распределение рисков между участниками инвестиционного проекта;
- формирование резервов по проекту;
- хеджирование проектных рисков;
- внешнее страхование проектных рисков.

### **4.3. Экономический мониторинг инвестиционных проектов и программ**

Возможность достижения предусмотренных проектом показателей экономической эффективности, количественно характеризующих степень выполнения основной цели инвестирования - получение прибыли, во многом определяется обоснованностью планов производства и реализации продукции, осуществления инвестиций, текущих издержек и финансирования. Однако следование проектным показателям зачастую становится невозможным, поскольку на проект оказывает влияние совокупность внешних и внутренних факторов, воздействие которых не всегда позитивно сказывается на результатах осуществления инвестиций. Условия реализации проекта меняются. Для обеспечения приемлемого уровня экономической эффективности требуются корректирующие воздействия своевременность и действенность которых зависят от эффективности системы управления инвестиционным проектом (системы мониторинга реализации инвестиционного проекта).

Целью мониторинга является своевременное обнаружение отклонений от проектных значений показателей фактических сроков разработки и реализации проекта и связанных с этим затрат, обоснование и принятие мер, направленных на устранение возможного влияния негативных факторов, воздействующих на инвестиционный проект, и развитие положительных тенденций.

Отслеживание хода разработки и реализации проекта состоит в регулярном проведении оценок состояния проекта и анализа полученных показателей. Основа мониторинга инвестиционного проекта - процесс сравнений его фактических параметров с проектными величинами. Отклонения фактических величин от проектных являются основой для принятия управленческих решений, оказывают корректирующее воздействие на реализацию инвестиционного проекта, а значит, и на результирующие показатели его экономической эффективности.

Анализ текущего состояния инвестиционного проекта должен показать его соответствие плановым показателям. Если этого не наблюдается, то необходимо найти причины сложившейся ситуации.

Мониторинг проекта проводится по трем взаимосвязанным составляющим:

- срокам (проект должен выполняться в соответствии с временным планом);
- затратам (цели проекта должны быть достигнуты в рамках средств, предусмотренных планом);
- качеству (требуется соблюдение качественных характеристик продукции, оборудования, организации).

В зависимости от стадии осуществления проекта (предынвестиционная, инвестиционная, эксплуатационная) изменяется состав показателей, характеризующих составляющие системы мониторинга на каждой стадии проекта.

*Мониторинг сроков.* Реализация проекта в соответствии с предусмотренным планом-графиком - основа успеха по всем трем аспектам системы мониторинга: срокам, затратам, качеству. Если сроки работ существенно отстают от плана, то изменить ситуацию без увеличения объема затрат или снижения качества становится практически невозможно. Фактическая информация по времени выполнения работ сопоставляется с плановыми показателями. Если имеет место задержка сроков, то проводится анализ сложившегося положения.

*Мониторинг затрат.* Фактические затраты должны быть сопоставлены с проектными показателями. Отклонения реальных объемов затрат от плановых величин являются основой для анализа причин, их вызвавших. Если возможны корректирующие воздействия, направленные на уменьшение отклонений фактических затрат от проектных показателей, то они осуществляются. Бюджет проекта в любом случае подлежит корректировке.

*Мониторинг качества.* Одно из важнейших условий реализации инвестиций - соблюдение качественных характеристик проекта: продукции, менеджмента, гарантирующего качество продукции, системы гарантий и контроля качества.

Результирующая характеристика степени изменений плана реализации проекта может быть представлена через отклонения от плановых значений чистого дисконтированного дохода (ЧДД), внутренней нормы дохода (ВНД), срока окупаемости и индекса доходности (ИД) - основных критериальных показателей экономической эффективности инвестиций.

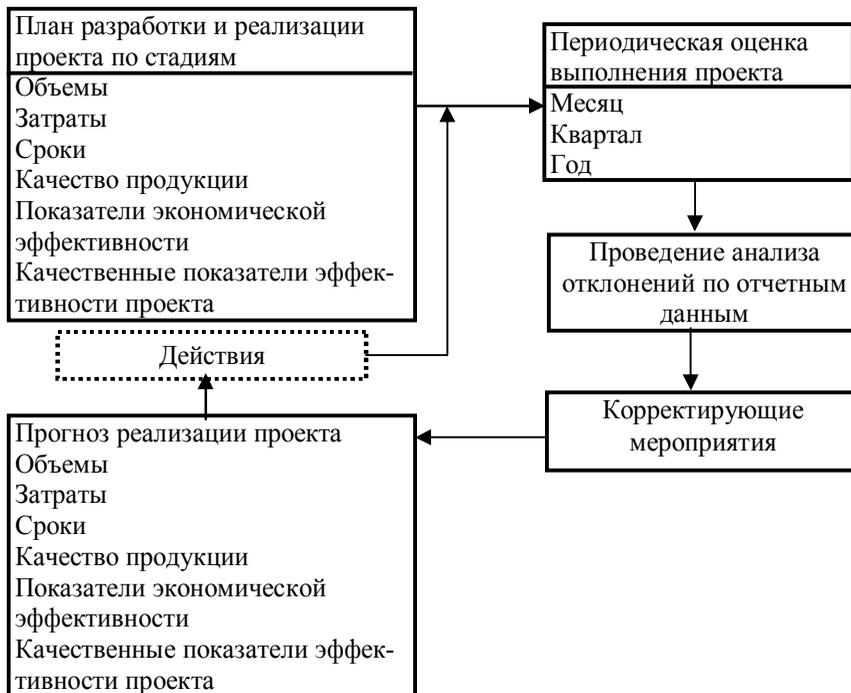
Схематично система мониторинга инвестиционного проекта представлена на рис. 4.5.

Реализация мониторинга проекта требует периодического выполнения определенной последовательности работ:

- отслеживание фактического состояния - сбор и документирование фактических данных;
- измерение и анализ результатов - оценка текущего состояния работ и сравнение достигнутых результатов с плановыми показателями;
- применение корректирующих воздействий - планирование и осуществление действий, направленных на минимизацию отклонений от плана.

В зависимости от стадии реализации проекта изменяется состав объектов воздействия системы мониторинга.

На прединвестиционной стадии в качестве объекта выступает деятельность по созданию проектной документации. Прединвестиционные исследования могут проводиться силами подрядчиков. В этом случае работа будет состоять в подготовке контрактов, в которых будут определены сроки выполнения работ и их стоимость. Тогда процесс мониторинга будет заключаться в осуществлении контроля выполнения контрактных обязательств.



**Рис. 4.5. Система мониторинга инвестиционного проекта**

Если же прединвестиционные исследования проводятся силами организации, выполняющей проект, то мониторинг проекта на данной стадии будет состоять в проверке сроков и комплектности подготовки рабочей документации (чертежей и спецификаций) и затрат, связанных с осуществлением данной работы.

На инвестиционной стадии показателями мониторинга выступают: сроки выполнения и стоимость строительно-монтажных работ, сроки и стоимость приобретения материалов и оборудования, затраты и их распределение во времени, связанные с использованием рабочей силы и строительного оборудования.

Целью мониторинга инвестиционной деятельности является обеспечение соответствия объемов и технологии реального строительства проектным разработкам. При этом отслеживается график выполнения капитального строительства и закупки оборудования и материалов. В случае необходимости производятся корректировки бюджета проекта.

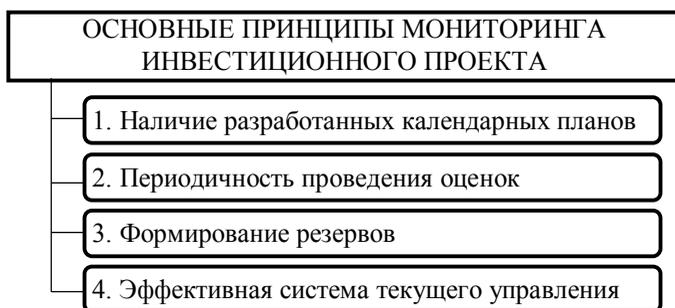
Завершается инвестиционная стадия вводом производственных мощностей в эксплуатацию. Этот период связан с затратами на подготовку персонала для эксплуатации производственных мощностей, на пусконаладочные технологические процессы.

На эксплуатационной стадии осуществления проекта объектом для системы мониторинга выступает производственная деятельность. Данная стадия связана с освоением производственных мощностей, выходом на проектную мощность и обеспечением выполнения производственной программы в соответствии с проектом.

Главная цель мониторинга на стадии эксплуатации инвестиционного проекта - оценка во временном разрезе денежного потока, генерируемого производственной деятельностью, и анализ его отклонений от проектных величин.

Основой для проведения мониторинга на стадии эксплуатации проекта является анализ объема и структуры ассортимента продукции, с одной стороны, и текущих затрат - с другой. При этом методы анализа показателей ничем не отличаются от общепринятых подходов анализа хозяйственной деятельности предприятия.

Необходимо выделить следующие основные принципы мониторинга инвестиционного проекта (рис. 4.6).



**Рис. 4.6. Основные принципы мониторинга инвестиционного проекта**

Экономическая эффективность инвестиционного проекта определяется его способностью обеспечивать предусмотренные в проекте

денежные потоки. План денежных потоков по периодам расчета назван нами финансово-инвестиционным бюджетом проекта.

При осуществлении мониторинга инвестиционного проекта отслеживается соответствие запланированных затрат по периодам времени фактическим показателям. Для этого используется бюджет реализации инвестиционного проекта, который по форме не отличается от финансово-инвестиционного бюджета.

**Бюджет реализации проекта представляет собой финансовый план на краткосрочный период (до одного года), отражающий фактические поступления и затраты.**

В процессе реализации инвестиционного проекта в зависимости от стадий разрабатывают два вида бюджета реализации проекта: капитальный бюджет и бюджет текущих доходов и расходов. Капитальный бюджет составляется на инвестиционной стадии. В его состав включаются два раздела, характеризующие инвестиционную и финансовую деятельность. Поскольку объемы и структура капитальных вложений и источников их финансирования определяются еще на прединвестиционной стадии, постольку формирование бюджета реализации проекта сводится в данном случае к вычленению тех показателей, которые должны иметь место в рассматриваемом периоде времени.

Показатели бюджета реализации, характеризующие операционную деятельность, уточняются в связи с потребностью изменений в структуре объектов и фактическими данными стоимостных показателей. В составе бюджета реализации отражается при необходимости статья непредвиденных расходов, кроме того, уточняются состав и структура источников финансирования. При этом важным является достижение соответствия по объемам и по времени показателей инвестиционных затрат и возможностей их финансирования.

Капитальный бюджет составляется первоначально на один год, а затем детализируется в разрезе кварталов и месяцев.

Бюджет текущих доходов и расходов разрабатывается на стадии эксплуатации проекта и позволяет оценить соответствие проектным величинам фактических показателей чистого дохода (а значит, и отдельных элементов текущих доходов и расходов) в рассматриваемом периоде и выявить причины отклонений. Введенный в эксплуатацию объект должен характеризоваться положительной разницей доходов и расходов. Иначе целесообразность проекта сомнительна.

Изменения бюджета реализации проекта в конечном счете отражаются на результирующих показателях экономической эффективности проекта в целом.

В составе результирующих показателей, подлежащих анализу при проведении мониторинга инвестиционного проекта, следует прежде всего выделить такие, как чистый дисконтированный доход инвестора (ЧДД), внутренняя норма дохода (ВНД), срок окупаемости и индекс доходности (ИД). Расчет этих показателей производится по состоянию на время проведения прединвестиционных исследований. В данном случае можно говорить о сопоставимости результатов оценок эффективности. Расчет указанных величин с учетом изменений прогнозируемых показателей бюджета проекта позволяет сделать одно из следующих заключений:

- показатели экономической эффективности, скорректированные с учетом текущей информации, превышают оценку, сделанную на прединвестиционной стадии;
- результирующие показатели экономической эффективности проекта соответствуют плановым показателям;
- экономическая эффективность проекта удовлетворительна с точки зрения инвестора, однако характеризуется худшими показателями по сравнению с предусмотренными планом;
- с учетом текущего прогноза реализации проекта дальнейшее его осуществление приведет к потерям. В этом случае следует изучить вопрос о целесообразности продолжения осуществления проекта.

#### **4.4. Организационная структура управления инвестиционной деятельностью предприятия**

Успешное функционирование инвестиционного менеджмента во многом определяется эффективностью его организационного обеспечения. Система организационного обеспечения инвестиционного менеджмента представляет собой взаимосвязанную совокупность внутренних структурных служб и подразделений предприятия, делающих возможными разработку и принятие управленческих решений по отдельным аспектам его инвестиционной деятельности и несущих ответственность за результаты этих решений.

Основу организационного обеспечения инвестиционного менеджмента составляет формируемая в организации структура управления его инвестиционной деятельностью, элементами которой выступают отдельные менеджеры, службы, отделы и другие организационные подразделения аппарата управления. Так как система инвестиционного менеджмента является составной частью общей системы управления орга-

низации, структура управления его инвестиционной деятельностью должна быть интегрирована с общей организационной структурой управления. Такое интегрирование позволяет снизить общий уровень управленческих затрат, обеспечить координацию действий системы инвестиционного менеджмента с другими управляющими системами предприятия, повысить комплексность и эффективность контроля реализации принятых решений.

В процессе формирования организационной структуры инвестиционного менеджмента исходят из объема инвестиционной деятельности предприятия, ее основных форм, функций инвестиционного процесса, региональной диверсификации и других факторов. Кроме того, при построении этой организационной структуры должны быть обеспечены эффективные связи между различными организационными подразделениями службы управления инвестиционной деятельностью, с одной стороны, и подразделениями инвестиционного менеджмента и других функциональных систем управления предприятием - с другой.

Формируемую в структуре управления организацией систему связей между различными звеньями аппарата управления подразделяют на горизонтальные и вертикальные связи. Горизонтальные связи строятся как одноуровневые, а вертикальные - как многоуровневые, обеспечивающие иерархичность управления.

Общие принципы формирования организационной структуры управления предприятием (интегрирующей в своем составе и структуры управления инвестиционной деятельностью) предусматривают создание центров управления двух типов - иерархического и органического.

*Иерархический тип структур управления предприятием* предусматривает движение управленческих решений и информационных потоков строго по вертикали, в которой нижестоящий орган управления подчиняется и контролируется вышестоящим. Соответственно он предусматривает выделение различных уровней управления. В системе иерархического типа наибольшее распространение получили простая линейная, линейно-функциональная и дивизиональная структуры управления.

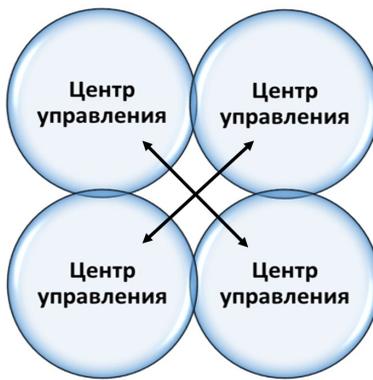
*Органический тип структур управления предприятием* характеризуется отсутствием иерархии при полной ответственности руководителей формируемых подразделений за конечные результаты деятельности. Развитие таких подразделений обуславливается характером отдельных решаемых в комплексе проблем, что повышает гибкость структуры управления и обеспечивает ее высокую адаптивность к меняющимся внешним и внутренним условиям деятельности организации. В системе органического типа наибольшее распространение получили проектная и матричная структуры управления.

В большинстве структур управления иерархического и органического типа центры управления инвестиционной деятельностью строятся параллельно центрам управления другими видами деятельности предприятия. Существует два основных подхода к уровню разграничения функций центров управления (рис. 4.7).

*А. Принцип независимой деятельности функциональных центров управления*



*Б. Принцип взаимосвязанной деятельности функциональных центров управления*



**Рис. 4.7. Принципиальные подходы к уровню разграничения функций центров управления предприятием**

В соответствии с первым подходом функциональные центры управления строятся на основе принципов независимой деятельности, а их контакты с другими функциональными подразделениями ограничиваются лишь информационными связями. В соответствии со вторым подходом функциональные центры управления строятся на основе принципов взаимосвязанной деятельности, когда большинство управленческих решений в рамках конкретной функции управления принимаются самостоятельно, а ряд управленческих решений, требующих комплексной разработки, вырабатываются совместно с другими функциональными службами предприятия. Перечень таких комплексных управленческих решений формируется обычно заранее.

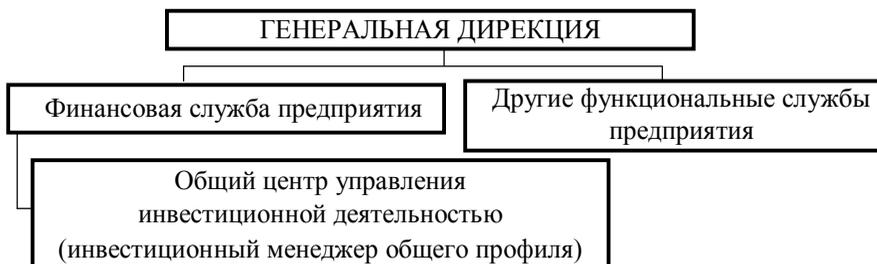
В рамках взаимодействия с другими управляющими системами организационное обеспечение инвестиционного менеджмента может быть интегрировано в общую систему управления организацией на основе любого из перечисленных подходов. В то же время в системе организационного обеспечения самого инвестиционного менеджмента используется

исключительно принцип взаимосвязанной деятельности его внутренних функциональных центров управления. Это вызвано высоким уровнем взаимосвязи отдельных аспектов инвестиционной деятельности организации, определяющим необходимость комплексного подхода к разработке многих управленческих решений в этой области.

Функциональное построение центров управления инвестиционной деятельностью существенно различается в организациях разных размеров и используемых общих организационных структур управления.

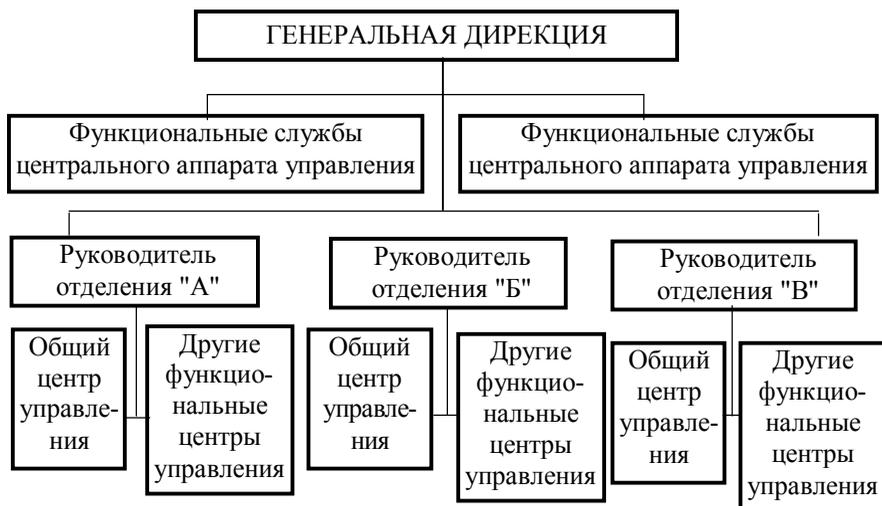
*На предприятиях, использующих простую линейную организационную структуру управления* (она характерна для малых организаций), функциональные центры управления инвестиционной деятельностью, как правило, не создаются. Функции этого управления в связи с незначительным объемом инвестиционной деятельности возлагаются обычно на собственника (владельца) малой организации или его директора (если собственник общее управление организацией поручает наемному менеджеру).

*На предприятиях, использующих линейно-функциональную организационную структуру управления* (она характерна для средних организаций), функции инвестиционного управления возлагаются на специального инвестиционного менеджера или на общий центр управления инвестиционной деятельностью, находящийся в составе финансовой службы предприятия. Такой инвестиционный центр (инвестиционный менеджер) осуществляет управление всеми основными аспектами инвестиционной деятельности предприятия, координируя это управление с центрами управления операционной и финансовой деятельностью предприятия. Принципиальная схема линейно-функциональной организационной структуры управления организацией (включая управление инвестиционной деятельностью) приведена на рис. 4.8.



**Рис. 4.8. Принципиальная схема управления инвестиционной деятельностью в рамках линейно-функциональной структуры управления предприятием**

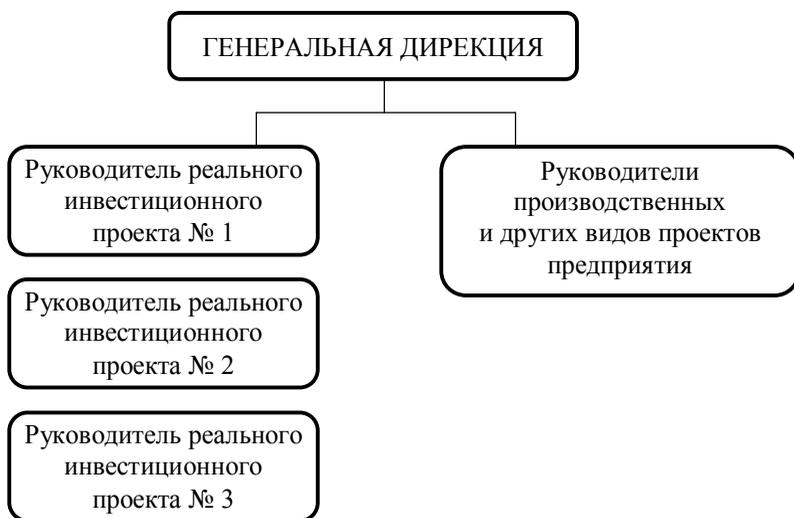
**На предприятиях, использующих дивизиональную организационную структуру управления**, в основе которой лежит децентрализация по отдельным признакам - региональному, товарному и т.п. (она характерна для больших и крупных предприятий с широко диверсифицированной производственной или региональной деятельностью), функции инвестиционного управления возлагаются на центры управления инвестиционной деятельностью, формируемые в составе каждого дивизиона (отделения компании). В этом случае система управления инвестиционной деятельностью носит дезинтегрированный характер - ключевую роль в этом управлении играют не менеджеры центрального аппарата, а руководители соответствующих производственных отделений. Принципиальная схема управления инвестиционной деятельностью в системе дивизиональной организационной структуры управления организацией представлена на рис. 4.9.



**Рис. 4.9. Принципиальная схема управления инвестиционной деятельностью в системе дивизиональной организационной структуры управления предприятием**

**На предприятиях, использующих проектную организационную структуру управления** (она характерна, как правило, для средних и больших организаций), функции инвестиционного управления дифференцируются в разрезе отдельных подразделений - проектной команды, наделенной комплексными полномочиями в реше-

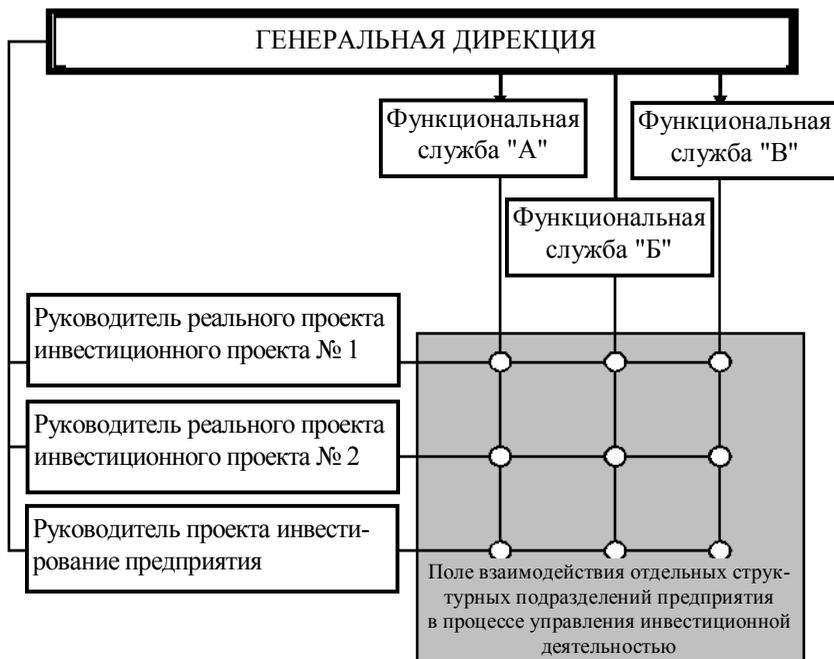
нии поставленных задач. В системе инвестиционного менеджмента такие подразделения создаются для реализации отдельных реальных инвестиционных проектов, а также для управления портфелем финансовых инструментов инвестирования. Обычно руководители таких проектных подразделений подчинены непосредственно генеральному директору или его заместителю по финансовым вопросам. Проектные подразделения, обеспечивающие управление инвестиционной деятельностью в рамках конкретных задач, создаются, чаще всего на временной основе. Принципиальная схема такого управления инвестиционной деятельностью организации представлена на рис. 4.10.



**Рис. 4.10. Принципиальная схема управления инвестиционной деятельностью в системе проектной организационной структуры управления организацией**

*На предприятиях, использующих матричную организационную структуру управления* (она характерна, как правило, для больших и крупных организаций), проектный принцип управления инвестиционной деятельностью дополняется функциональным принципом. В этом случае в организации создается двойное подчинение инвестиционных менеджеров - с одной стороны, они подчинены непосредственным руководителям соответствующих функциональных служб центрального аппарата управления (по определенному кругу вопросов), а с другой - непосредственному руководителю соответ-

вующего проекта. Принципиальная схема управления инвестиционной деятельностью в системе матричной организационной структуры управления организацией приведена на рис. 4.11.



**Рис. 4.11. Принципиальная схема управления инвестиционной деятельностью в системе матричной организационной структуры управления организацией**

Наряду с традиционной интеграцией структур управления инвестиционной деятельностью с общей системой управления организацией в рамках ее организационной структуры, в последние годы в нашей стране используются и иные, более прогрессивные формы такой интеграции. Одной из таких форм является концепция управления отдельными аспектами хозяйственной деятельности организации на основе *центров ответственности*. Эта концепция, разработанная американским экономистом Дж. Хиггинсом, получила широкое практическое применение в управлении формированием прибыли, денежными потоками, инвестициями и некоторыми другими аспектами хозяйственной деятельности организации.

Центр ответственности представляет собой структурное подразделение организации, которое полностью контролирует те или иные аспекты

хозяйственной деятельности, а его руководитель самостоятельно принимает управленческие решения в рамках этих аспектов и несет полную ответственность за выполнение доведенных ему плановых (нормативных) показателей. Как видно из этого определения, права руководителя подразделения - центра ответственности, связанного с отдельными аспектами управления хозяйственной деятельностью в рамках этого подразделения, паритетно корреспондируют с мерой его ответственности при контроле со стороны вышестоящей структуры (органа) управления.

Одной из форм центра ответственности, создаваемого для управления инвестиционной деятельностью предприятия, является *центр инвестиций*. Он представляет собой структурное подразделение предприятия, руководитель которого несет ответственность за использование выделенных ему инвестиционных ресурсов и получение необходимой прибыли от инвестиционной деятельности. Основным контролирующим показателем при этом выступает обычно уровень прибыли на инвестированный капитал. Пример центра инвестиций - дочерняя фирма организации или выделенное в ее составе специальное структурное подразделение, осуществляющее исключительно инвестиционную деятельность.

### **Тестовые задания**

1. Теория управления инвестициями базируется
  - а) на рекомендациях по подготовке и финансированию инвестиционных проектов Всемирного банка;
  - б) "Руководстве по оценке эффективности инвестиций", разработанной ЮНИДО;
  - в) методологии "Управление проектами".
2. Одним из основных принципов разработки календарного плана реализации инвестиционного проекта является:
  - а) ответственность подрядчика за исполнение всех этапов работ по реализации инвестиционного проекта;
  - б) формирование фонда финансовой поддержки реализации инвестиционного проекта;
  - в) принцип распределения ответственности за выполненные работы.
3. К одной из дифференциаций капитальных бюджетов относится дифференциация:
  - а) по стадиям жизненного цикла;
  - б) структурным подразделениям организации;
  - в) периоду проведения научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ.

4. Какую форму проявления имеют риски, связанные с реализацией инвестиционного проекта:

- а) потеря дохода;
- б) потеря выручки;
- в) высокая цена продукции.

5. Целью мониторинга инвестиционного проекта является:

а) своевременное обнаружение отклонений от проектных значений показателей фактических сроков разработки и реализации проекта и связанных с этим затрат;

б) отслеживание хода разработки и реализации проекта с последующим анализом полученных показателей;

в) своевременное обнаружение отклонений фактических величин от проектных и принятие управленческих решений, направленных на корректирующее воздействие, обеспечивающее их нормализацию.

6. Мониторинг инвестиционного проекта осуществляется по трем взаимосвязанным составляющим:

- а) плану-графику, объемам, качеству;
- б) срокам, затратам, качеству;
- в) срокам, объемам, качеству.

7. Мониторинг инвестиционного проекта проводится на следующих стадиях:

- а) эксплуатационной;
- б) предынвестиционной, инвестиционной;
- в) предынвестиционной, инвестиционной, эксплуатационной.

8. К основным принципам мониторинга инвестиционного проекта относится:

- а) наличие управленческой структуры;
- б) периодичность проведения оценок;
- в) оперативность проведения.

9. Продолжение реализации инвестиционного проекта в результате его мониторинга возможно при следующем заключении:

а) фактические календарные сроки реализации проекта превышают его плановые показатели;

б) показатели финансовой надежности соответствуют его плановым показателям;

в) показатели экономической эффективности проекта превышают его плановые показатели.

**10.** Функциональные центры управления строятся на следующих принципах:

- а) смешанной деятельности;
- б) независимой деятельности;
- в) независимой и зависимой деятельности.

**11.** Иерархический тип структуры управления организацией предусматривает:

- а) простую линейную и дивизиональную структуры управления;
- б) линейно-функциональную и дивизиональную структуры управления;
- в) простую линейную, линейно-функциональную и дивизиональную структуры управления.

**12.** Органический тип структуры управления организацией включает:

- а) проектную и матричную структуры управления;
- б) матричную структуру управления;
- в) проектную структуру управления.

## Библиографический список

*Абрамов, С.И.* Управление инвестициями в основной капитал [Текст] / С.И. Абрамов. - Москва : Экзамен, 2002. - 544 с.

*Бланк, И.А.* Основы инвестиционного менеджмента [Текст] : в 2 т. / И.А. Бланк. - 3-е изд., стер. - Москва : Омега-М, 2008. - 2 т.

*Бланк, И.А.* Управление инвестициями предприятия [Текст] / И.А. Бланк. - Киев : Ника-центр: Эльга, 2003. - 480 с.

*Валинурова, Л.С.* Управление инвестиционной деятельностью : учебник / Л.С. Валинурова, О.Б. Казакова. - Москва : КНОРУС, 2005. - 384 с.

*Воронцовский, А.В.* Инвестиции и финансирование: Методы оценки и обоснования [Текст] : учеб. пособие / А.В. Воронцовский. - Санкт-Петербург : Изд-во СПбГУ, 2003. - 528 с.

*Гретченко, А.А.* Управление инвестиционной деятельностью компании [Текст] : дис. ... канд. экон. наук / А.А. Гретченко. - Москва, 2007. - 192 с.

*Зимин, И.А.* Реальные инвестиции [Текст] : учеб. пособие / И.А. Зимин. - Москва : Экмос, 2000. - 304 с.

Инвестиционный менеджмент [Текст] : практикум / В.И. Маколов [и др.]. - Москва : КНОРУС, 2012. - 175 с.

Инвестиционный менеджмент [Текст] : учебник / Н.Д. Гуськова [и др.]. - Москва : КНОРУС, 2010. - 456 с.

Инвестиционный менеджмент [Текст] : учебник / под ред. Н.И. Лахметкиной. - Москва : КНОРУС, 2015. - 262 с.

*Каплан, Р.С.* Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию [Текст] / Р.С. Каплан, Д.П. Нортона. - 2-е изд., испр. и доп. - Москва : Олимп-Бизнес, 2003. - 320 с.

*Касатов, А.Д.* Методология управления инвестиционной деятельностью интегрированных корпоративных структур в промышленности [Текст] : монография / А.Д. Касатов. - Самара : Изд-во Самар. гос. экон. ун-та, 2011. - 348 с.

*Кныш, М.И.* Инвестиционный консалтинг [Текст] : практикум / М.И. Кныш, Б.А. Перекаатов, Ю.П. Тютиков. - Санкт-Петербург : Изд-во СПбГУЭФ, 2002. - 168 с.

*Мереди́т, Дж. Р.* Управление проектами [Электронное издание] / Дж.Р. Мереди́т, Мантел-мл., Дж. Сэмпуль. 8-е изд. - Санкт-Петербург : Питер, 2014 г. - 640 с. - Режим доступа : <http://ibooks.ru/reading.php?productid=342035>.

*Мескон, М.Х.* Основы менеджмента [Текст] : пер. с англ. / М.Х. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури. - Москва : Дело, 2004. - 800 с.

Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (Вторая редакция). - Москва : Экономика, 2000. - 421 с.

*Морозкин, Н.А.* Сбалансированная система показателей в стратегии управления компанией [Текст] : дис. ... канд. экон. наук / Н.А. Морозкин. - Москва, 2006. - 170 с.

*Николаев, М.А.* Инвестиционная деятельность [Электронный ресурс] : учеб. пособие / М.А. Николаев - Москва : Финансы и статистика, 2014. - 336 с. - Режим доступа: <http://www.bibliocomplectator.ru/book/-?id=18804>.

*Погодина, Т. В.* Инвестиционный менеджмент [Электронный ресурс] : учеб. и практикум для акад. бакалавриата / Т.В. Погодина. - Москва : Юрайт, 2016. - 311 с. - Режим доступа : <https://www.biblionline.ru/book/79B706E1-6F5C-4F60-AA71-FA79E0DBE012>.

*Попов, Г.П.* Активизация инвестиционной деятельности - залог экономического роста [Текст] / Г.П. Попов // Деньги и кредит. - 2015. - № 4. - С. 38-43.

*Попченко, Е.Л.* Бизнес-контроллинг [Текст] / Е.А. Попченко, Е.Л. Ермацова. - Москва : Альфа-Пресс, 2006. - 288 с.

*Ример, М. И.* Планирование инвестиций [Текст] / М.И. Ример, А.Д. Касатов. - Москва : Высшее образование и наука, 2001. - 232 с.

*Серов, В.М.* Инвестиционный менеджмент [Текст] / В.М. Серов, В.С. Ивановский, А.В. Козловский. - Москва : Финстатинформ, 2000. - 327 с.

Управление проектами [Текст] : учеб. пособие / И.И. Мазур [и др.]. - 6-е изд., стер. - Москва : Омега-Л, 2010. - 960 с.

Фобоцци, Ф. Управление инвестициями [Текст] : пер. с англ. / Ф. Фобоцци. - Москва : ИНФРА-М, 2000. - 932 с.

*Ципес, Г.Л.* Проекты и управление проектами в современной компании [Текст] : учеб. пособие / Г.Л. Ципес, А.С. Товб. - Москва : Олимп-бизнес, 2009. - 480 с.

*Швандар, В.А.* Управление инвестиционными проектами [Текст] : учеб. пособие / В.А. Швандар, А.И. Базилевич. - Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2001. - 208 с.

Экономическая оценка инвестиций [Электронный ресурс] : учеб. для вузов / под ред. М.И. Римера. - 5-е изд., перераб. и доп. - Санкт-Петербург : Питер, 2014. - 432 с. - Режим доступа : <http://ibooks.ru/reading.php?productid=338630>.

*Учебное издание*

**Касатов Алексей Дмитриевич**

**УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ  
ПРЕДПРИЯТИЯ**

*Учебное пособие*

Руководитель издательской группы О.В. Егорова  
Редактор Т.В. Федулова  
Компьютерная верстка - А.Н. Славкина

Подписано к изданию 17.08.2018. Печ. л. 8,75.  
ФГБОУ "Самарский государственный экономический университет".  
443090, Самара, ул. Советской Армии, 141.