

С.В. ОВСЯННИКОВ, Е.Ю. ДАВЫДОВА

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

ВОРОНЕЖ

2014

УДК 330

ББК 65.9

О-34

Рецензенты:

д-р. экон. наук, проф. **Л.В. Брянцева**
зав. кафедрой «Налогов и налогообложения»
Воронежского государственного аграрного университета

д-р. экон. наук, проф. **И.М. Станчин**
проф. кафедры «Экономики, финансов и учёта»
Воронежского экономико-правового института

Овсянников, С.В., Давыдова, Е.Ю.

Инвестиционная стратегия: учеб. пособие / Воронеж.:
Воронежский ЦНТИ – филиал ФГБУ «РЭА» Минэнерго России.
–2014. – 141 с.

ISBN 978-5-4218-0246-6

В учебном пособии рассматриваются вопросы теории и практики инвестиционных стратегий.

Рассмотрены основы разработки инвестиционной стратегии в процессе целеполагания, аналитических расчётов, планирования ресурсного потенциала, а также показаны особенности факторов институциональной и правовой среды. Большое внимание уделено организации системы стратегического планирования инвестиционных стратегий. Представлены методики формирования и реализации инвестиционной стратегии в различных сферах управления реальными и финансовыми инвестициями.

Предназначено для студентов, получающих высшее образование в области экономики, финансов и учёта.

ISBN 978-5-4218-0246-6

©ВЭПИ, 2014

©Овсянников С.В., Давыдова Е.Ю.

Оглавление

Введение.....	5
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ.....	8
1.1. Общие понятия стратегического планирования и инвестиционной стратегии.....	8
1.2. Классификация видов инвестиционных стратегий.....	10
1.3. Этапы процесса стратегического планирования.....	14
1.4. Принципы формирования инвестиционной стратегии.....	18
1.5. Особенности стратегий в жизненном цикле организации....	20
1.6. Роль инвестиционной стратегии в повышении качества и устойчивости развития организаций.....	23
Контрольные вопросы.....	27
Тесты и задания для самоконтроля.....	28
ГЛАВА 2. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ И ПРАВОВАЯ СРЕДА ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ... 30	30
2.1. Институциональная среда: элементы и факторы.....	30
2.2. Финансовые институты как субъекты инвестиционной стратегии.....	32
2.3. Содержание правовой среды инвестиционной стратегии....	34
2.4. Правовые основы деятельности на рынке ценных бумаг....	35
2.5. Стратегические факторы инвестиционной среды.....	38
2.6. Типология колебаний и отклонений факторов инвестиционной среды.....	40
Контрольные вопросы.....	44
Тесты и задания для самоконтроля.....	44
ГЛАВА 3. ФОРМИРОВАНИЕ РЕСУРСНОГО ПОТЕНЦИАЛА ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ.....	47
3.1. Сущность и классификация ресурсного потенциала.....	47
3.2. Оценка состояния ресурсного потенциала инвестиционной стратегии.....	50
3.3. Индикативная база стратегического планирования.....	53
3.4. Планирование ресурсного потенциала предприятия.....	55
3.5. Мониторинг факторов инвестиционной стратегии.....	59
3.6. Внешняя ресурсная поддержка реализации стратегии.....	61
3.7. Формирование ресурсного потенциала в условиях рисков.....	63

3.8. Возможности мобилизации внутренних ресурсов для инвестиционной стратегии.....	66
Контрольные вопросы.....	68
Тесты и задания для самоконтроля.....	70

ГЛАВА 4. АНАЛИТИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ.....	71
4.1. Классификация методов управления инвестициями.....	71
4.2. Анализ стоимости денег как инструмент финансового обоснования инвестиционной стратегии.....	74
4.3. Стратегический риск-анализ инвестиционной деятельности.....	78
4.4. Инфляционно-ориентированный анализ инвестиций.....	82
4.5. Статическая и динамическая оценка инвестиций.....	83
4.6. Организация аналитической работы на предприятии.....	91
Контрольные вопросы.....	93
Тесты и задания для самоконтроля.....	93

ГЛАВА 5. СТРАТЕГИИ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ.....	96
5.1. Сущность и виды стратегий реальных инвестиций.....	96
5.2. Политика финансирования реальных инвестиций.....	99
5.3. Стратегические факторы выбора реальных инвестиций.....	102
5.4. Стратегии управления инвестициями в недвижимость.....	105
5.5. Стратегии инвестиционно-строительной деятельности.....	106
5.6. Стратегии инвестиций в материально-техническую базу.....	108
Контрольные вопросы.....	110
Тесты и задания для самоконтроля.....	110

ГЛАВА 6. СТРАТЕГИИ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ... ..	112
6.1. Сущность и виды стратегий финансовых инвестиций.....	112
6.2. Факторы выбора стратегии финансовых инвестиций.....	114
6.3. Особенности формирования портфельных стратегий.....	123
6.4. Стратегическое управление инвестиционными активами.....	126
6.5. Модели формирования портфельной стратегии.....	128
6.6. Стратегии управления портфелем ценных бумаг.....	131
Контрольные вопросы.....	136
Тесты и задания для самоконтроля.....	136

Библиографический список	139
---------------------------------------	------------

ВВЕДЕНИЕ

В условиях неустойчивости инвестиционной деятельности решающее значение для управления предприятиями имеет построение такой системы стратегического планирования, которая позволит определить оптимальные пути достижения его целей и задач. Современная система стратегий позволяет обеспечить подвижностью и быстрыми корректировками приоритетов инвестиционной деятельности.

Инвестиционная деятельность согласно законодательству предусматривает: «вложение инвестиций, и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта» [2].

К объектам инвестиций относят: «денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской» [2]

На протяжении последних десятилетий происходит смена приоритетов инвестирования. С переходом к рыночной экономике происходило сокращение инвестиций на развитие промышленности. В 2009 году, в разгар финансового кризиса, в РФ произошло сокращение физического объёма инвестиций в основной капитал на 15,7% или на 805,6 млн. р. В последующие годы уже наблюдался посткризисный рост. Индексы физического объёма инвестиций в основной капитал составили в 2010 году 6% (1176,1 млн. р.), а в 2011 году 8,3% (1624,7 млн. р.). Несмотря на оживление экономики, общее состояние инвестиционной деятельности предприятий определяется последствиями спада в инвестиционной деятельности.

Негативными сторонами спада стало сокращение инвестиций в машиностроение, химическая промышленность. «Доля вложений в машиностроение и металлообработку снизилась, что, естественно, резко тормозит обновление и без того устаревшего парка технического оборудования страны. Негативным является постоянное снижение капитальных вложений в лёгкую промышленность..., что свидетельствует о серьёзных проблемах и глубоком кризисе в этих отраслях» [15, с. 25-26]. Для целена-

правленного регулирования инвестиционной деятельностью возникает необходимость в стратегическом планировании.

Для достижения поставленных целей, авторы установили своими задачами в настоящем учебном пособии раскрыть теоретические и практические аспекты управления устойчивым экономическим развитием, учитывающие отечественную специфику управления предприятиями промышленности.

Для выполнения задач в учебном пособии представлены различные аспекты формирования и реализации инвестиционных стратегий предприятий.

В первой главе авторами раскрываются теоретические основы формирования и реализации инвестиционной стратегии предприятий, учитывающие особенности управления предприятиями. Данная глава включает характеристику этапов процесса стратегического планирования и принципов формирования инвестиционной стратегии. Процесс стратегического планирования рассмотрен с учётом особенностей стратегий в жизненном цикле организации и роли инвестиционной стратегии в повышении качества и устойчивости развития организаций

Во второй главе рассматривается институциональная и правовая среда формирования инвестиционных стратегий. В данной главе раскрываются элементы и факторы институциональной среды, приводится характеристика финансовых институтов как субъектов инвестиционной стратегии, а также даётся оценка правовой среды инвестиций. С учётом стратегических факторов инвестиционной среды факторов проведена типология и представлена классификация колебаний и отклонений от устойчивого развития инвестиционной деятельности фирм.

Третья глава содержит методику формирования ресурсного потенциала инвестиционной стратегии включающую авторскую классификацию ресурсного потенциала предприятий. В качестве основы методики автором предлагается модель формирования ресурсного потенциала в условиях рисков, отличительной особенностью, которой является планирование ресурсного потенциала предприятия и мониторинг факторов инвестиционной стратегии. Важную роль в исследовании автор также отводит оценке состояния ресурсного потенциала инвестиционной стратегии и индикативной базе стратегического планирования,

особенностью которой является акцент на ресурсном обеспечении инвестиционной деятельности. Также автором рассмотрены возможности внешней ресурсной поддержки реализации стратегии и мобилизации внутренних ресурсов для инвестиций.

В четвертой главе рассмотрен аналитический инструментарий инвестиционной стратегии предприятий. Особенностью такого инструментария является расширенная классификация аналитического инструментария, включающая современные инструменты оценки денежных потоков, стратегического риск-анализа, инфляционно-ориентированного анализа инвестиций, статической и динамической оценки инвестиций. Также представлен алгоритм организации аналитической работы фирмы.

Пятая глава включает характеристику стратегий реального инвестирования. В данной главе раскрывается сущность и виды стратегий реальных инвестиций. Автором рассмотрена политика финансирования реальных инвестиций и стратегические факторы выбора реальных инвестиций. В качестве базовых стратегий реальных инвестиций автором выделены стратегии управления инвестициями в недвижимость, стратегии инвестиционно-строительной деятельности, стратегии инвестиций в материально-техническую базу.

Шестая глава содержит стратегии финансовых инвестиций. Автором рассмотрены основные виды стратегий инвестирования в финансовые активы и представлены модели выбора стратегии. Особенностью формирования данных стратегий является значительное влияние конъюнктуры финансовых рынков, связанных с циклическими колебаниями. Существенное внимание в данной главе также уделяется стратегическому управлению инвестиционными активами на основе формирования портфелей ценных бумаг.

Материалы учебного пособия подготовлены с учётом результатов научных исследований и практического опыта работы авторов в сфере инвестиционной деятельности предприятий.

Введение, первая, вторая и третья глава, задачи и тесты сформированы канд. экон. наук Овсянниковым С.В.

Четвертая, пятая и шестая глава разработаны канд. экон. наук Давыдовой Е.Ю.

Глава 1.

Теоретические основы инвестиционной стратегии

1.1. Общие понятия стратегического планирования и инвестиционной стратегии

Одной из трудностей, возникающих перед фирмами в процессе планирования является определение оптимальных направлений вложения капитала и выявление наиболее эффективных способов его использования в течение достаточно длительного периода со стабильной отдачей. Для этого необходима разработка стратегии инвестирования и успешная её реализация.

Экономическая стратегия фирмы представляет собой детальный, комплексный, всесторонний план, предназначенный для достижения поставленных целей. Стратегия выделяет приоритеты и направления развития деятельности, а также механизм их осуществления. Формирование стратегии позволяет более чётко определить траекторию движения к намеченной цели.

Стратегическое планирование обеспечивает качественную последовательность действий, которые используются для достижения целей предприятия. Такие действия связаны с изменением экономического потенциала предприятия, имеющим существенные последствия, которые возникают как результат выбора целей, задач и путей их достижения.

Инвестиционная стратегия — это «система долгосрочных целей инвестиционной деятельности предприятия, определяемых общими задачами его развития и инвестиционной идеологией, а также эффективных путей их достижения» [14, с. 170].

Стратегия как набор правил, определяет, последовательность мер для движения к поставленной цели. Данное понимание стратегии позволяет более чётко определить траекторию движения к намеченной цели. «Стратегия представляет собой план описывающий распределение ресурсов и действия необходимые для взаимодействия с внешней средой, получения конкурентного преимущества и достижения целей организации» [9, с. 237].

Инвестиционная стратегия – это совокупность приоритетов, определяющих направления и формы инвестиционной деятельности, обеспечивающих реализаций целей фирмы.

Движение инвестиций носит «...постоянно повторяющийся характер, поскольку доход, который образуется в результате вложения инвестиционных ресурсов в объекты предпринимательской деятельности, каждый раз распадается на потребление и накопление» [15, с. 18]. Без получения дохода мотивация инвестиционной деятельности ослабевает, поскольку, вложение инвестиционных ресурсов осуществляется с целью увеличения авансированной стоимости. Таким образом, инвестиционную деятельность можно рассматривать как единство процессов вложения ресурсов и получения доходов в будущем.

Инвестиционная стратегия, или выбранная траектория движения к цели, должна быть обеспечена соответствующим институциональным устройством. Выбранная траектория, с одной стороны, ускоряет инвестиционный процесс, а с другой, — усложняет процесс координации в силу необходимости преодолеть консерватизм сложившейся организационной и информационной структуры. Траектории достижения цели могут быть различными и зависят от неоднозначности интерпретации индивидами получаемой информации и разной склонностью к риску.

На основе инвестиционной стратегии определяются пути достижения целей, определяются границы инвестиционной активности и принимаемых решений по направлениям и формам его инвестиционной деятельности в перспективном периоде.

«Инвестиционная политика представляет собой форму реализации инвестиционной стратегии предприятия в разрезе наиболее важных направлений инвестиционной деятельности на отдельных этапах ее осуществления. В отличие от инвестиционной стратегии инвестиционная политика формируется только по конкретным направлениям деятельности, требующим обеспечения наиболее эффективного управления для достижения главной стратегической цели» [14, с. 186].

Инвестиционная стратегия включает ряд элементов:

- приоритеты направлений инвестиционной деятельности;
- форматы инвестиционной деятельности;

- алгоритмы формирования инвестиционных ресурсов;
- предельные границы движения инвестиционных ресурсов по направлениям и формам деятельности;
- систему показателей, по которым фирма планирует свою стратегическую инвестиционную деятельность.

«Необходимость разработки инвестиционной стратегии предприятия определяется изменениями условий внешней и внутренней среды» [15, с. 42]. Инвестиционная стратегия обеспечивает выбор путей обновления основных фондов новыми производственными активами, путём концентрации отчислений амортизации и их использования на модернизации производственного потенциала. Среди проблем инвестиций, Л.Л. Игони-на выделяет следующие: «...не сформированы эффективные механизмы межотраслевого перелива капиталов и трансформации сбережений в инвестиции» [12, с. 131].

Обеспечить эффективную инвестиционную деятельность возможно лишь с помощью стратегии, согласованной с изменениями во внешней среде и особенностям движения инвестиций. С другой стороны, стратегии необходимы для обоснования новых инвестиций в производство, направляемых в инновации. Возрастание роли инновационной перспективы требует усиления внимания к инвестиционной стратегии.

1.2. Классификация видов инвестиционных стратегий

Для формирования инвестиционной стратегии фирмы в теории менеджмента предлагается использовать ряд групп эталонных стратегий: роста, стабилизации и сокращения.

Стратегии роста фирмы могут нарастить свой экономический потенциал, расширить рынки сбыта, повысить эффективность деятельности. В качестве основных видов стратегий роста выступают: интеграционный рост; интенсивный рост; диверсифицированный рост. Реализация таких стратегий требует от организации достаточной ресурсной базы. Однако многие кризисные организации не имеют возможностей для накопления ресурсов, достаточных для их развития. В таких случаях необходимо использовать стратегии стабилизации.

Стратегии стабилизации фирмы заключаются в обеспечении периода паузы путем замораживания ситуации, прекращения перспективных инвестиций, снятия прибыли путем прекращения текущих инвестиций. Использование таких стратегий не исключает в дальнейшем пересмотр направлений действий в зависимости от перспектив и трудностей развития.

Стратегии сокращения фирмы возможны для снижения вынужденных потерь и убытков в кризисный период фирмы.

Выбранная стратегия конкретизируется по основным параметрам инвестиционной деятельности: отношение инвестора к риску и доходности, структура инвестиций, конкуренция и пр.

С учетом отношения фирмы к фактору риска стратегии подразделяют на консервативные, умеренные и агрессивные.

Консервативная стратегия фирмы, акцентирует внимание на обеспечении безопасности вложений и не требующая от инвестора специальных знаний в выборе альтернативных моделей (основа стратегии - институты страхования и гарантии).

Умеренная стратегия фирмы может использоваться, когда баланс «доходность - риск» смещён в сторону обеспечения заданной безопасности вложений; инвестор в этом случае должен ориентироваться в институциональной структуре.

Агрессивная стратегия фирмы, преследует цель обеспечения минимально допустимой доходности вложений (основа стратегии - свобода выбора инвестора и институт оценки).

В зависимости от предпочтений инвесторов возможен выбор между стратегиями концентрации и диверсификации.

На начальных стадиях деятельности фирмы как правило используется **стратегия концентрации инвестиций**, которая позволяет использовать возможности отдельных отраслей. На стадиях роста и зрелости фирмы более предпочтительной для инвесторов является **стратегия диверсификации инвестиций**.

Проведение диверсификации включает ряд стратегий: «...создание новой компании или совместного предприятия; слияние с признанным лидером или с начинающей компанией; приобретение предприятия, испытывающего трудности» [25, с. 289]. В зависимости от целей, диверсификация направлена «...на приобретение одного из операторов отрасли, для усиления своих позиций или начинающей компании...» [25, с. 289].

В зависимости от отраслевых приоритетов, возможна диверсификация в различные отрасли. Проведение **диверсификации в родственные отрасли** позволяет предприятию использовать эффект дополнения т.е. обмениваться опытом и навыками, копировать технологии, использовать производственные мощности, что ведёт к укреплению конкурентных позиций.

В случаях **диверсификации в неродственные отрасли** открываются новые возможности повышения потребительской ценности товаров компании или упрочения её конкурентного положения, что позволяет использовать накопленный опыт в области маркетинга, производственных технологий и тем самым снизить риски и повысить эффективность инвестиций.

Вместе с тем любая стратегия инвестирования (в реальные или в финансовые инвестиции на таблице 1.1.) представляет собой усилия инвестора по занятию выгодных позиций по отношению к конкурентам. В зависимости от конкурентных приоритетов выделяют наступательные и оборонительные стратегии, стратегии постепенного и быстрого выхода с рынка.

Наступательная стратегия фирмы дает возможность шанс переломить ситуацию и выйти в число лидеров. Наступательные стратегии не могут применяться на предприятиях при остром дефиците ресурсов, который усугубляет их положение в условиях тяжелой борьбы за удержание объема продаж, доли рынка и конкурентной позиции. В таких фирмах целесообразно использовать оборонительные стратегии.

Оборонительные стратегии фирмы включают следующие шаги: последовательное укрепление ранее достигнутых позиций; сокращение неперспективных видов деятельности; привлечение внешней помощи. В случае если не удастся сохранить покупателей, возникает необходимость в реструктуризации.

Стратегии постепенного и быстрого выхода фирмы с рынка могут быть предпочтительны в условиях не перспективности бизнеса или в период антикризисного управления. Стратегии постепенного выхода из бизнеса дают возможность максимизировать поступления от данного сегмента рынка. Необходимость быстрого выхода из бизнеса связана с проведением реструктуризации предприятия и минимизацией убытков.

Таблица 1.1 – Сравнительная характеристика стратегий управления реальными и финансовыми инвестициями

Реальные инвестиции	Финансовые инвестиции
1. Реальное инвестирование является главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия. Такая форма инвестиций позволяет предприятию успешно проникать на новые товарные рынки, обеспечивать постоянное возрастание рыночной стоимости.	1. Являются основным средством осуществления фирмой внешнего инвестирования. Все основные формы и инструменты финансовых инвестиций имеют внешнюю направленность инвестируемого капитала, выходящего за рамки воспроизводственных процессов фирмы.
2. Находится в тесной взаимосвязи с производственной деятельностью предприятия. Они решают задачи увеличения объёма производства, расширения ассортимента изделий и повышения их качества, снижения текущих операционных затрат.	2. Высокая колеблемость конъюнктуры финансового рынка в сравнении с товарным определяет необходимость осуществления более активного мониторинга. Соответственно и управленческие решения, носят более оперативный характер.
3. Реальные инвестиции обеспечивают, как правило, более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями.	3. Возможность достаточно обширного удовлетворения потребности в финансовых инвестициях появляется, на стадии зрелости.
4. Обеспечивают фирму устойчивый чистый денежный поток. Этот денежный поток формируется за счёт амортизационных отчислений.	4. Процесс обоснования решений, связанных с финансовыми инвестициями, является более простым и менее трудоёмким.
5. Подвержены высокому уровню риска морального старения. Этот риск сопровождает инвестиции как на стадии реализации проектов, так и на стадии эксплуатации.	5. Используются предприятиями реального сектора экономики в основном в двух целях: получения дополнительного дохода и противоинфляционной защиты активов.
6. Имеют высокую степень противоинфляционной 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.	6. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию наиболее широкий диапазон выбора инструментов инвестирования по шкале «доходность—риск». В сравнении с реальным инвестированием они имеют как безрисковые, так и высокорисковые инструменты.
7. Наименее ликвидные. Это связано с узкой направленностью большинства таких инвестиций, практически не имеющих в незавершённом виде альтернативного применения.	7. Финансовые инвестиции предоставляют предприятию достаточно широкий диапазон выбора инструментов инвестирования и по шкале «доходность-ликвидность».

1.3. Этапы процесса стратегического планирования

Процесс разработки инвестиционной стратегии является важнейшей составной частью общей системы стратегического выбора предприятия и включает следующие элементы: целеполагание инвестиционной деятельности; оптимизацию структуры ресурсов; выработку инвестиционной политики; поддержание взаимоотношений с внешней инвестиционной средой.

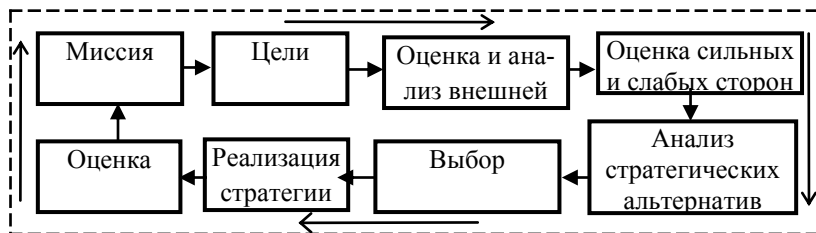


Рисунок 1.1 – Модель стратегического планирования [23]

Процесс разработки инвестиционной стратегии предприятия складывается из следующих этапов:

- определение временных пределов реализации инвестиционной стратегии;
- подготовка системы целей реализации инвестиционной деятельности;
- перспективный анализ и обоснование долгосрочных направлений инвестиционной деятельности;
- формирование ресурсного потенциала стратегии;
- детализация стратегии по программным направлениям инвестиционной деятельности;
- оценка результативности реализации стратегии.

Начальным этапом формирования стратегии являются определение временных пределов стратегического планирования. Временные пределы стратегии зависят:

- от длительности генеральной стратегии развития предприятия и возможностей формирования ресурсного потенциала для реализации инвестиционной стратегии фирмы (оптимальный период от 2 - 6 лет);

– от возможностей проведения экспертных оценок, а также использования аппарата прогнозирования факторов внешней среды влияющих на инвестиционную стратегию;

– от отраслевых особенностей деятельности фирмы, включающих операционный и финансовый цикл, потребность в основных фондах и пр.;

– масштабом оборота и активов фирмы. Потребность в активах для ведения бизнес-деятельности фирмы определяет особенности инвестиционной стратегии.

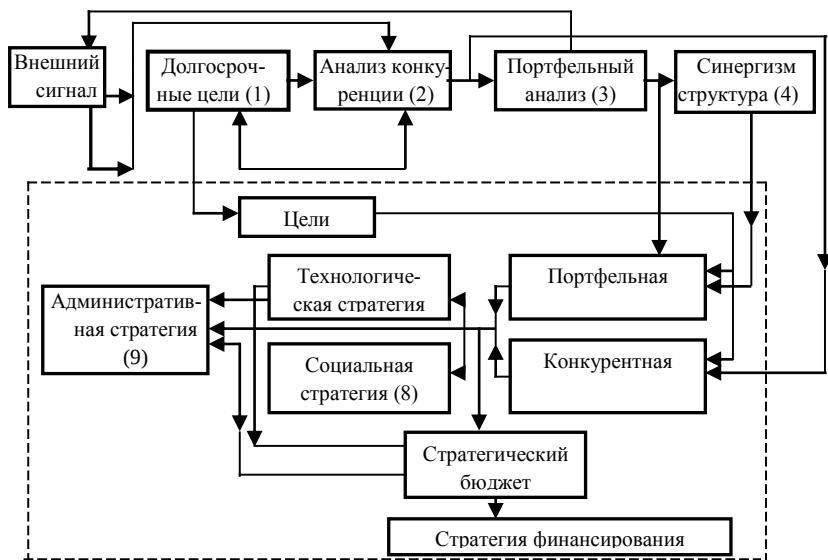


Рисунок 1.2 – Система стратегического планирования [5]
Ансофф И.

На следующем этапе для обоснования стратегических направлений определяется структура различных форм инвестирования и уточняется отраслевая и региональная направленность инвестиций. Структура и направленность различных форм инвестиций зависит от специфики деятельности фирмы (финансовой или производственной). **К факторам, влияющим на принятие инвестиционного решения:** денежная сумма для инвестирования; цели инвестора; обеспечить получение дохода для

оплаты расходов; защитить капитал от инфляции; период инвестирования средств; отношение инвестора к риску; налоговые условия инвестора. При разработке инвестиционных решений зачастую внимание уделяется: «...технической стороне проекта, а его финансовая эффективность обосновывается формально» [6, с. 237]. Одним из факторов выбора направленности инвестиций является ресурсообеспечение.

На этапе формирования инвестиционных ресурсов фирмы решаются следующие задачи:

- определение общего объёма инвестиционных ресурсов;
- выбор эффективных схем финансирования проектов;
- обеспечение необходимого объёма привлечения собственных и заёмных инвестиционных ресурсов;
- оптимизацию структуры источников ресурсов [15, с. 59].

Для выбора инвестиционной стратегии следует выделить три группы инвестиционных решений: селективные (отбор и ранжирование); оптимизационные (улучшение эксплуатации проекта инвестиционной программы); программные (составление инвестиционной программы).

Первая группа инвестиционных решений направлена на селекцию проектов (отбор и ранжирование).

Отбор инвестиционных проектов проводится, если доступные к реализации проекты являются альтернативными, т.е. реализация одного из них автоматически означает отказ от реализации других. Необходимость в ранжировании инвестиционных проектов появляется тогда, когда ряд проектов не являются альтернативными, но и не могут быть одновременно реализованы (например, при ограниченности финансирования).

Для выполнения селективных решений необходимо решить ряд задач: выбрать критерий оценки, рассчитать его значение для каждого проекта, выбрать проект с максимальным или минимальным значением критерия; распределить проекты по возрастанию (убыванию) значений критерия.

Вторая группа инвестиционных решений направлена на оптимизацию параметров проекта. Она включает решения о продолжительности действия проекта, о замещении активов и т.д. Суть инвестиционных решений данного типа заключается в

определении оптимального срока использования проекта. Такие решения характеризуются двумя задачами.

Первая задача предполагает однократную реализацию проекта в течение некоторого времени с последующим высвобождением связанных финансовых ресурсов и вложением их в принципиально новый проект. Здесь основным становится вопрос о том, когда следует «свернуть» проект.

Вторая задача предполагает долгосрочную эксплуатацию проекта с возможной периодической заменой основных производственных мощностей.

Третья группа решений направлена на формирование инвестиционной программы. Под инвестиционной программой следует понимать плановый документ, характеризующий совокупность проектов оптимизированных по параметрам времени, объёмам финансирования и участникам. Необходимость в составлении инвестиционной программы связана с наличием альтернативных инвестиционных решений, различающихся объёмом инвестиций и отдачей на вложенный капитал. В таком случае необходимы оптимизационные решения по объёмам финансирования, по времени реализации и по совокупным характеристикам объёмов финансирования и времени.

Зачастую при формировании инвестиционной программы складывается ситуация, когда ограничена общая сумма финансовых ресурсов на конкретный период. При этом целесообразно максимально использовать эти средства. Неиспользованный остаток средств в приложении к данной инвестиционной программе не оценивается. Если же доступны к реализации несколько альтернативных инвестиционных проектов с суммарным объёмом требуемых инвестиций, превышающим имеющиеся ресурсы требуется составить программу обеспечивающую наибольший суммарный эффект от вложения капитала.

Оптимизация проектов по времени реализации необходима, когда имеется несколько доступных независимых инвестиционных проектов, а общая сумма финансовых ресурсов ограничена в рамках каждого года. Оптимизация по совокупным характеристикам объёмов финансирования и времени необходима, когда предполагается, что инвестор может увязать во времени доступные проекты инвестирования и финансирования.

1.4. Принципы формирования инвестиционной стратегии

Одним из важнейших вопросов для многих отечественных предприятий является организация стратегического планирования. Согласно сложившимся теоретическим представлениям, механизм стратегического планирования, определяет приоритетные направления развития фирм и концентрирует на них ресурсы и усилия менеджеров и персонала организации, а также её контрагентов. Стратегическое управление опирается на человеческий потенциал как основу организации, ориентирует производственную деятельность на запросы потребителей, гибко реагирует и проводит своевременные изменения в организации [7].

Сложность организации стратегического планирования во многом обусловлена особенностями организационного и экономического положения предприятий. Система стратегического планирования, базируется на факторах (интересы менеджмента и собственников, конкуренция, инновации, культура) которые могут вступать в противоречия.

Из-за организационных противоречий возникает фактор неустойчивости в деятельности фирмы. Повышается сложность выполнения задач из-за понижения гибкости движения ресурсов и смены требований к системе управления фирмы.

С учётом особенностей деятельности кризисных предприятия в системе стратегического планирования, на наш взгляд следует выделить ряда принципов:

Первый принцип заключается в ранней стратегической диагностике как информационной базе составления стратегического плана. Проведение диагностики даёт комплексное аналитическое заключение о текущем и будущем финансовом положении предприятия и обоснованности планируемых мероприятий. Так как неустойчивость несёт угрозу организации, потери управления, отрицательных социальных последствий, то необходимо усилить систему стратегического планирования по ключевым направлениям деятельности организации. Зачастую одной из причин неудач в стратегическом планировании является использование запоздалых данных или неверного диагноза.

Второй принцип предполагает включение в стратегический план опережающих и срочных индикаторов реагирования на факторы неустойчивости. В результате углубления кризиса сокращаются ресурсные возможности предприятия, и возрастает риск банкротства. Таким образом, необходима заблаговременная проработка вариантов управленческих решений и оценка их последствий. Если таковые обнаружены, то надо действовать, так как они имеют тенденцию разрастаться.

Третий принцип состоит в адекватности плановых мер в отношении реальной угрозы. Поскольку антикризисное управление связано с затратами и потерями то следует соизмерять расходы на антикризисные меры со степенью риска реальных потерь вследствие наступления кризиса. Если действие недостаточно сильное, то угрозу не ликвидировать, если слишком сильное, то потери могут быть неоправданными и превосходить саму угрозу. При этом антикризисные планы могут быть реализованы, при обеспечении всеми необходимыми ресурсами.

Четвёртый принцип заключается в стратегической реакции на факторы внешней среды. Она заключается в том, чтобы задействовать разносторонние ресурсы и компетенции для улучшения положения организации. По мнению зарубежных экономистов (К. Прахалад, Г. Хамел и др.): «ключевые компетенции всегда состоят из комбинации разных технологий..., коллективного обучения (многоуровневого и многофункционального)..., способности распространять информацию» [21, с. 363-364]. Компетенции и ресурсы организации в процессе стратегического планирования должны быть сконцентрированы, разработана чёткая последовательность действий для достижения поставленной цели. Данный принцип также подразумевает постоянный мониторинг и контроль хода реализации программы, её адаптивность по отношению к изменению внешних и внутренних условий и ресурсного потенциала.

Пятый принцип состоит в сбалансированности ресурсного обеспечения программы. Потребности программ в ресурсах и источники обеспечения этих потребностей должны находиться в равновесии и соответствовать друг другу.

Шестой принцип заключается в профессиональном подходе к разработке и реализации стратегической программы. Раз-

работать программу могут как специалисты предприятия под руководством менеджеров, так и внешние консультанты. Организационное обеспечение механизма стратегического планирования требует особых управленческих компетенций, на которые влияют условия внешней среды, специфика предприятия, его структура и бизнес-процессы.

Седьмой принцип предполагает презентабельность стратегического плана. Презентация плана, на наш взгляд, необходима для привлечения инвесторов, которые будут заинтересованы в стабильной работе предприятия и получении финансовой поддержки. Программа должна быть позитивной, характеризующей сильные стороны и эффективность основных инвестиций.

1.5. Особенности стратегий в жизненном цикле организаций

Для формирования стратегии следует использовать модель жизненного цикла организации.

На начальной стадии цикла происходит зарождение и становление новых организаций. Такие организации относительно малы и имеют простую централизованную структуру управления. Для продолжения деятельности организации необходимо определение рынков и стратегий развития продуктов. При этом предприниматель направляет всю свою энергию на производство и маркетинг [10]. В условиях возникновения потенциала развития повышается опасность кризисов обновления и ускорения. Деятельность таких фирм весьма рискованная и поэтому организация может исчезнуть ещё в ходе возникновения. На данной стадии необходимы антикризисные стратегии, ориентированные на творческие возможности, обеспечение безубыточности, высокие темпы инвестирования, концентрированный рост и как результат выживание на рынке. Используя данные стратегии, фирма может перейти на следующую стадию жизненного цикла.

Стратегические цели инвестиционной деятельности могут различаться по стадиям жизненного цикла фирмы (таблица. 1.1).

На второй стадии цикла происходит становление новой

фирмы как самостоятельной организации в экономической среде, имеющей рыночные позиции и юридическое обеспечение. На этой стадии начинают проявляться и прогрессировать проблемы организационного и человеческого потенциала. Предприятия в данной стадии крайне агрессивны в своих действиях и не обращают внимания на внешнюю среду, поскольку им необходимо захватить определённую нишу рынка. Как показывает практика, количество неудач у этих фирм колеблется от 40 до 80%. На данной стадии, стратегии могут быть направлены на развитие инновационных процессов, интегрированный или диверсифицированный рост и как результат достижение среднерыночной нормы прибыли.

Таблица 1.2 – Стратегические цели инвестиционной деятельности в жизненном цикле фирмы

Стадии жизненного цикла организации	Цели инвестиционной деятельности
Стадия зарождения организации	-выход на безубыточные объёмы продаж; -освоение стартовых инвестиций.
Стадия становления организации	-освоение критических размеров реальных инвестиций; -выход на стартовые уровни прибыли; -узкая диверсификация реальных инвестиций.
Стадия роста организации	-обеспечение контролируемого роста инвестиций; -формирование ресурсного потенциала для роста инвестиций; - инвестиционная поддержка диверсификации бизнеса.
Стадия зрелости организации	-обновление производственного потенциала; -обеспечение доходности выше среднеотраслевой; -инвестиции для решения неэкономических задач; -широкая диверсификация реальных инвестиций.
Стадия спада организации	-пересмотр инвестиционных проектов для последующих реинвестиций или дезинвестиций; -сокращение финансовых инвестиций для мобилизации дополнительных ресурсов; -обеспечение контролируемого спада продаж.

На третьей стадии цикла организация растёт и увеличивается экспансия [10]. На этой стадии проявляются тенденции к профессионализации (переход от предпринимательства к профессиональному менеджменту); диверсификации бизнес-единиц. Это этап завоевания какого-либо сегмента рынка,

упрочения рыночных позиций, выработки конкурентной стратегии, повышения роли маркетинга. Инвестиции в расширение, по мнению В.В. Ковалева включают следующие процедуры: «допускается аналогичное по техническим характеристикам оборудование, доукомплектовывается штат работников, расширяются закупки сырья и материалов у традиционных поставщиков» [11, с. 189].

Опасность кризиса в основном вызывается внешними причинами, внешними циклами экономики или политическими причинами. На этой стадии, стратегии могут быть направлены на управляемый и контролируемый рост на основе обеспечения соответствия внешней среды происходящим изменениям, обеспечение критической массы инвестиций, формализацию правил и структуры.

На четвертой стадии организация достигает зрелого состояния, устойчивого положения на рынке и высокой конкурентоспособности. Такие организации консервативны. Сохраняя большой оборот, фирма постепенно перестает получать соразмерную прибыль и начинает приносить убытки. Причинами этого могут быть чрезмерная диверсификация, усложнение организационной структуры, омертвление значительной части капитала в неперспективных производствах. Стратегия может быть направлена на снижение издержек и дезинвестиции путем избавления от убыточных производств. На данной стадии стратегия, выполняет аналитическую функцию, обеспечивая мониторинг динамики изменений среды, прогнозы и предупреждающие меры по созданию запаса прочности для снижения рисков. Фирмы в данной стадии могут увеличиваться в размерах и развивать более формальную структуру. Для их развития стратегии могут быть ориентированы на усложнение структуры, децентрализацию, дифференцированный рост.

На пятой стадии цикла, происходит падение параметров деятельности предприятия и зачастую, возникает разрушительный кризис. В результате предприятие прекращает существование в прежнем виде и распадается. В ходе падения структура имеет тенденцию к упрощению, свертыванию, а окрепшие конкуренты занимают большее жизненное пространство и более

эффективны. Пытаясь сохранить истощенные ресурсы, предприятия становятся инертными.

На данной стадии жизненного цикла в условиях резкого спада, возникает необходимость реализации всей совокупности антикризисных мер. Данные меры, прежде всего направлены на выживание путём сдерживания снижения показателей в допустимых пределах. В условиях спада возможны стратегии дезинвестирования, реноваций, сжатия портфеля, мобилизации ресурсов, сбора урожая, сокращения расходов. Для их реализации необходимо обеспечить достаточный доход, внедрять гибкие структуры, обеспечить выход на новые рынки и расширять ассортимент. Успешным результатом таких мер является переход предприятия в новое организационное качество. Вместе с тем при низкой перспективности бизнеса следует обеспечить перевод капитала в другие сферы.

1.6. Роль инвестиционной стратегии в повышении качества и устойчивости развития организаций

В широком смысле термин «устойчивое развитие», подразумевает поддержание равновесия между взаимосвязанными элементами системы – экономикой, социальной сферой и окружающей средой [4]. При этом предприятие должно быть способно к воспроизводству природной среды и средств производства, не допуская при этом кризисов на протяжении неограниченно продолжительного времени. Катастрофы, кризисы — вот что главным образом принуждает к такому преждевременному обновлению оборудования предприятий в широком общественном масштабе» [22, с. 166—167].

Под управлением устойчивым экономическим развитием предприятий, на наш взгляд, следует понимать такую систему управления ресурсным потенциалом, которая обеспечит удовлетворение текущих и будущих потребностей под влиянием разных факторов внешней среды, создающих угрозы и возможности достижения намеченных целей предприятия.

Устойчивое экономическое развитие предприятий и организаций определяется множеством различных факторов и условий, от учёта которых зависит возможность сохранить предпри-

ятие как целостную систему способную поддерживать сбалансированность развития бизнес-деятельности; сохранение целостности; обеспечение постоянной финансовой устойчивости; поддержание эффективности и интенсивности функционирования производственной системы. Одно из важнейших мест в реализации данных факторов имеют инвестиционные стратегии.

В инвестиционной стратегии следует выделить четыре направления регулирования устойчивости развития фирм:

Первый блок включает процедуры регулирования рисков явлений. С целью предотвращения негативных факторов возникает необходимость в мониторинге состояния ресурсного потенциала предприятия на основе системы оценки отклонений от траектории устойчивого развития. Данная система предполагает, ряд общих мер: возникающие отклонения в точках неустойчивости оцениваются с позиции рисков. Оценка тенденций пострисковых явлений проводится с позиции точек экономической неустойчивости на предприятии.

Второй блок предполагает регулирование колебаний факторов устойчивости. Основное внимание уделяется мероприятиям по минимизации и распределению возможных рисков по основным точкам неустойчивости. При этом значительный эффект обеспечивают меры по реорганизации и диверсификации.

Третий блок включает процедуры управления инвестициями на стадиях экономической неустойчивости. Крайней стадией неустойчивости предприятий является их банкротство и несостоятельность. При этом основную роль получает внешнее управление экономической неустойчивостью предприятия. Как правило, внешнее воздействие в период банкротства носит планомерный характер и осуществляется в виде реструктуризации.

Четвёртый блок включает процедуры управления восстановлением экономической устойчивости предприятия. Целью таких процедур является поиск точек роста для восстановления устойчивости экономического развития предприятия. По мере выделения точек роста определяются приоритетные инвестиционные проекты. Для финансирования, которых привлекаются ресурсы собственников и стратегических инвесторов.

Эффективно управлять инвестициями возможно только при наличии инвестиционной стратегии, адаптированной к воз-

возможным изменениям факторов внешней инвестиционной среды, иначе инвестиционные решения отдельных подразделений предприятия могут противоречить друг другу, что снижает эффективность инвестиционной деятельности. В современных условиях хозяйствования инвестиционная стратегия становится одним из определяющих факторов, регулирующих эффективность долгосрочной деятельности фирм.

Для формирования инвестиционной стратегии выбирают проекты, для которых нужны меньшие капиталовложения, но которые дают и меньший прирост денежных потоков, а затем проекты, которые способны обеспечить быстрый рост денежных потоков. Основной акцент в стратегиях отечественных фирм, как правило, делается на небольшие проекты по снижению постоянных и переменных издержек.

По выделенным инвестиционным проектам прогнозируют порождаемые ими денежные потоки. Сначала эти денежные потоки отрицательные, затем они становятся положительными и окупают сделанные капиталовложения. По выбранным проектам сопоставляют динамику прироста денежных потоков, обеспечиваемого альтернативными инвестиционными проектами, с графиком первоочередных платежей по обслуживанию долгов.

С учётом денежных потоков, спрогнозированных по каждому из альтернативных инвестиционных проектов, рассчитывают основные показатели их эффективности - чистую текущую стоимость, внутреннюю норму рентабельности, срок окупаемости. При успешной реализации проектов и росте капитализированной прибыли в дополнительные собственные оборотные средства коэффициенты будут расти.

Для преодоления тенденций деградации производственного потенциала необходимо наращивание инвестиций для обновления производственного потенциала предприятий. При этом значительный потенциал повышения устойчивости развития фирмы в современных отечественных условиях имеет операционный лизинг. Как правило, при операционном лизинге техническое обслуживание, ремонт, страхование и другие обязательства в этом случае принимает на себя лизингодатель. Нередко операционный лизинг предусматривает возможность досрочного возврата арендуемого имущества по желанию арендатора.

Лизинг различных элементов имущественного комплекса промышленного предприятия оказывает высокое влияние на успешность операционной деятельности. От того, в какие активы направлены инвестиции и насколько оптимально их соотношение, зависят результаты бизнеса. Наибольшие результаты показывают фирмы имеющие передовые технологии.

В условиях современной экономики основой обеспечения эффективного управления устойчивым развитием предприятий становится инновационная среда. Современные предприятия, выдвигающие своим приоритетом устойчивое развитие, показывают наиболее высокие производственные и финансовые результаты. Источником таких результатов служит экономика фирм, основанная на инновационных факторах. В условиях повышения значимости инновационных факторов следует усилить инвестиционную поддержку новаторских инициатив.

Основой полученных результатов стратегии служит коллективный труд различных групп персонала и менеджеров. При этом координирующую роль в достижение высоких производственных и финансовых результатов обеспечивает стратегия. В рамках стратегии должны быть выделены инновационные ориентиры как одна из сфер устойчивого развития фирм.

Использование возможностей инновационной экономики становится основой инвестиционной стратегии. Такая стратегия становится стимулом развития фирм, которое обеспечивается на основе активизации возможностей инновационной среды.

Для повышения устойчивости экономического развития необходимо усиление инновационной роли бизнес-партнёрств. Основную роль должно играть не только заимствование технологий зарубежных корпораций, но и использование положительного опыта работы отечественных предприятий. Использование достижений других фирм может основываться на усилении кооперационных отношений внутри бизнес-партнёрств.

Обеспечение устойчивого развития фирмы требует использования не только внутренних возможностей саморегулирования, мобилизации ресурсов, но и вовлечения ресурсов банков, институциональных инвесторов, частно-государственных структур в процесс развития различных сфер деятельности.

Результаты инвестиционной стратегии проявляются в виде наращивания экономического потенциала, его мобилизации для выхода на качественно новый уровень развития, экономии за счёт использования масштабов деятельности. Высокие масштабы инвестиционной деятельности задают существенные стимулы для повышения экономической устойчивости фирм.

Достижению таких результатов предприятий, входящих способствуют механизмы интегрирования структур, диверсификации и освоения производства новых продуктов. Такие механизмы холдинга обеспечивают комплексное управление различными бизнесами, передачу компетенций и опыта, поддержание оптимальных ресурсных возможностей для развития фирм.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ:

1. В чем заключается сущность инвестиционной стратегии в условиях современной экономики?
2. Раскройте элементы инвестиционной стратегии в условиях рыночной экономики.
3. Каким образом классифицируются инвестиционные стратегии?
4. Дайте характеристику видов инвестиционных стратегий.
5. Раскройте различия инвестиционных решений фирмы.
6. В чем отличие стратегий формирования реальных и финансовых инвестиций?
7. По каким этапам осуществляют стратегическое планирование?
8. Назовите принципы инвестиционной стратегии.
9. Каким образом различаются стратегические цели инвестиций в жизненном цикле фирмы.
10. Назовите особенности стратегий в жизненном цикле фирмы.
11. Какие структурные блоки включает система регулирования инвестиционной деятельности фирмы?
12. В чем заключается роль инвестиционной стратегии в повышении качества и устойчивости развития фирмы?

ТЕСТЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1.1 – Инвестиционная стратегия - это:

а) совокупность приоритетов определяющих направления и формы инвестиционной деятельности обеспечивающих реализации поставленных целей и задач предприятия;

- б) совокупность хозяйственных операций по оценке инвестиций;
- в) деятельность, связанная с использованием капитала;
- г) мобилизация денежных средств с любой целью.

1.2 – К объектам стратегии финансовых инвестиций относят:

- а) капиталовложения в основные фонды;
- б) вложение финансовых средств в оборотный капитал;
- в) банковские депозиты.

1.3 – Объектами стратегии реальных инвестиций являются:

- а) основные фонды;
- б) акции реального сектора экономики;
- в) оборотный капитал;
- г) объекты тевзаваpции.

1.4 – К базовым инвестиционным стратегиям относят:

- а) консервативные стратегии;
- б) умеренно-агрессивные стратегии;
- в) агрессивные стратегии;
- г) нерациональные стратегии.

1.5 – При формировании инвестиционной стратегии следует учитывать факторы:

- а) уровень ссудного процента и его тенденции;
- б) налогообложение по элементам инвестиционного портфеля;
- в) соблюдение золотого правила инвестирования;
- г) возможность участия в управлении акционерными обществами.

ЗАДАНИЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

Задание 1.1.

Определите целесообразность выбранной инвестиционной стратегии на основе критериев средневзвешенной стоимости капитала и предельной стоимости капитала.

Инвестор учредил новую фирму для реализации производственного проекта, стоимость которого 520 млн. руб. Структура инвестиционного капитала: 35% — за счёт банковского кредита, 65% — за счёт эмиссии акций. В процессе реализации проекта было решено построить ещё один цех стоимостью 130 млн. руб. Инвестор обладает необходимыми финансовыми ресурсами, при этом он сохраняет ту же структуру капитала. Но если для осуществления первоначального проекта акции были проданы под 12%, а кредиты привлечены под 17% годовых, то акции для осуществления нового

проекта могут быть проданы под обещание дивидендов на уровне 16,5%, кредиты на финансовом рынке стоят 21%.

Задание 1.2.

Сформулируйте инвестиционную стратегию, с учётом следующих предпочтений инвестора. Инвестор готов вложить свои свободные средства на депозит сегодня, чтобы через два года приобрести объект недвижимости стоимостью 4,5 млн. руб. Доходность депозитного вклада 10%. Срок вклада 2 года.

Задание 1.3.

Выберите одну из двух инвестиционных стратегий: (1) вложение в депозит; (2) вложение в акции. Инвестор готов вложить 1 млн. руб. Процентная ставка по депозиту 10% годовых. Стоимость акции удвоится через три года.

Задание 1.4.

Определите вид инвестиционной стратегии на основе анализа структуру инвестиций за отчётный период: технологической; воспроизводственной; по сферам деятельности и по видам инвестиций.

Перечень инвестиций включает:

1. Реконструкция производственного цеха хоз. способом, включая расходы строительно-монтажные работы на 100 тыс. р. и оборудование на 240 тыс. р.

2. Строительство здания для нового производственного участка подрядным способом, включая затраты на строительно-монтажные работы на 220 тыс. р. и оборудование на 30 тыс. р.

3. Строительство детского сада подрядным способом, включая затраты на строительно-монтажные работы на 190 тыс. р. и оборудование на 110 тыс. р.

4. Закладка и выращивание многолетних насаждений хозяйственным способом на 150 тыс. р.

5. Приобретение производственного оборудования для выпуска новой продукции стоимостью 130 тыс. р.

6. Модернизация производства хозяйственным способом, включая затраты на строительно-монтажные работы на 80 тыс. р. и оборудование на 120 тыс. р.

Глава 2.

Институциональная и правовая среда формирования инвестиционных стратегий

2.1. Институциональная среда: элементы и факторы

Значительная часть институтов - традиций, обычаев, правовых норм призвана уменьшать негативные последствия ограниченной рациональности и оппортунистического поведения.

В институтах, по мнению О. Уильямсона нуждаются ограниченно разумные существа небезупречной нравственности. При отсутствии проблем ограниченной рациональности и оппортунистического поведения потребность во многих институтах отпала бы. Одним из наиболее важных институтов рыночных взаимоотношений являются транзакционные издержки [28].

Впервые теория транзакционных издержек была представлена в работах Р. Коуза. При рассмотрении их сущности он заметил, что при каждой сделке необходимо проводить переговоры, устанавливать взаимосвязи, устранять разногласия [20]. Транзакционные издержки, по мнению Р. Коуза включают любые виды издержек, сопровождающие взаимодействие экономических агентов независимо от того, где оно протекает - на рынке или внутри организаций [20]. Как отмечал экономист Т. Эггертсон: «если институциональные издержки невелики, то экономика всегда будет развиваться по оптимальной траектории, не зависимо от имеющегося в ней набора институтов» [30].

Вместе с тем при отсутствии институциональных издержек, по мнению Коуза «правила игры» складывались бы везде, так как любой устаревший институт ничего не стоило бы заменить новым, более эффективным. Различные институты могут отличаться по уровню и структуре издержек, а наиболее эффективными оказываются институты, обходящиеся обществу дешевле. Предложения Коуза являются актуальными, когда необходимо построить институциональные структуры и снизить их издержки.

Инвестиционный рынок как институт характеризуется определённым соотношением спроса, предложения, уровнем

цен, уровнем конкуренции и объёмами инвестиций. При помощи инвестиционных институтов в условиях рыночной экономики происходит кругооборот инвестиций, преобразование инвестиционных ресурсов (инвестиционный спрос) в новые формы вложений, которые определяют будущий прирост капитальной стоимости (реализованный инвестиционный спрос и предложение). В ходе развития инвестиционных отношений обособились реальные и финансовые инвестиции, что нашло отражение в выделении двух форм функционирования инвестиционного рынка: первичного (оборота реального капитала) и вторичного.

Другой характеристикой инвестиционного рынка является его состав и структура.

Структуру и состав инвестиционного рынка составляют рынок объектов реального инвестирования; рынок капитальных вложений; рынок недвижимости; рынок объектов реального инвестирования; рынок объектов финансового инвестирования; денежный рынок, фондовый рынок и рынок прочих объектов финансового инвестирования. Многообразие видов инвестиций и инвестиционных товаров способствует формированию сложной структуры инвестиционных рынков. В принципе, инвестиционный рынок может рассматриваться как совокупность рынков объектов реального и финансового инвестирования. В то же время рынок объектов реального инвестирования включает в себя рынок капитальных вложений, недвижимого имущества, рынок прочих объектов реального инвестирования, рынок объектов финансового инвестирования — фондовый рынок, денежный рынок и др.

Инвестиционный рынок позволяет создать необходимые условия для организации инвестиционного процесса:

1) наличие достаточного ресурсного потенциала, который обладает «...диверсифицированной по формам собственности структурой, в которой преобладает частное инвестирование по сравнению с государственным» [12, с. 50];

2) присутствие полноценных субъектов инвестиционного рынка обеспечивающих формирование «...разветвлённой инфраструктуры финансовых посредников, способствующих реализации инвестиционного спроса и предложения» [12, с. 50];

3) наличие предложения инвестиционных товаров соответствующего потребностям участников рынка;

4) распределение инвестиционного капитала по объектам инвестирования на основании критерия привлекательности инвестиций через механизм инвестиционного рынка [12, с. 50].

В ходе научно-технического развития формируется инновационный сегмент рынка, который связан с инвестициями в нематериальные активы.

Важнейшим сегментом рынка выступает инвестиционный рынок, агентами которого являются субъекты инвестиционной деятельности. Они могут выражать как спрос на инвестиции, так и предложение. Инвестиционное предложение осуществляют инвесторы, а инвестиционный спрос проявляют заёмщики.

С организационной точки зрения институциональная среда включает совокупность инвестиционных институтов, экономических субъектов, осуществляющих эмиссию, куплю и продажу финансовых инструментов.

2.2. Финансовые институты как субъекты инвестиционной стратегии

Инвестиционная стратегия определяется под влиянием субъекта управления выполняющего институциональные роли.

Финансовый институт - это структура, которая связана с движением инвестиций на основе выполнения роли посредничества между инвестором и фирмой. Каждый финансовый институт наделён определёнными полномочиями по ведению тех или иных операций с конкретным набором инструментов. Вместе с тем институты не вкладывают деньги в проекты, а регулируют процессы движения инвестиции.

К основным финансовым институтам выступающим субъектами инвестиционной стратегии относятся: консультанты по стратегии; посредники финансового рынка; финансово-инвестиционные компании, фонды и банки.

В процессе финансовых инвестиций возрастает роль консультантов по стратегии и посредников финансового рынка (дилеров, брокеров и т.д.), которые обладают необходимой инфор-

мацией о движении рынка. Участие посредников рынка в размещении активов позволяет повысить результаты вложений.

В проведении эмиссии ценных бумаг и размещении инвестиций также участвуют финансово-инвестиционные компании, которые специализируются на реализации таких проектов. Вложение средств через данные компании позволяет расширить набор инструментов инвестирования и снизить риски.

Организацией выпуска и размещения ценных бумаг своих клиентов также занимаются финансовые фонды. Они осуществляют выпуск ценных бумаг с целью привлечения денежных средств инвесторов, а также размещают средства инвесторов от имени фондов. Все риски по таким операциям относятся на счет акционерного фонда. Инвестиционные фонды образуются только в форме открытого общества и могут привлекать средства инвесторов для формирования своих ресурсов. Доходы данных фондов образуются за счет дивидендов и процентов по ценным бумагам, а также по операциям купли продажи ценных бумаг.

Другим институтом занимающимся профессиональной инвестиционной деятельностью являются коммерческие банки. Участие банков в инвестиционной стратегии характеризуется выполняемыми ими ролями. Современные банки могут выступать в роли посредников экспертов, консультантов или гарантов размещения инвестиций своих клиентов.

Коммерческий банк как консультант банк оказывает услуги по сопровождению эмиссии ценных бумаг, по размещению ценных бумаг, по анализу готовности компании к акционированию, по оценке возможных реакций инвесторов на предложение компанией своих ценных бумаг.

Коммерческий банк как гарант размещения ценных бумаг участвует в разработке проспекта эмиссии ценных бумаг, проводит финансовый анализ компании эмитента. Инвестиционные банки могут создавать синдикаты по размещению ценных бумаг и организации по продаже ценных бумаг.

Для реализации крупных капиталоемких проектов возникает необходимость объединения усилий производственных и торговых фирм, кредитных и страховых организаций. Одной из форм такого совместного взаимодействия выступают финансово-промышленные группы.

Общая инвестиционная цель и приоритеты позволяют данной структуре реализовать проект в более короткие временные периоды и меньшими ресурсами. Стратегические возможности инвестиционных групп обеспечиваются на основе объединения ресурсного потенциала, информации и организационных возможностей участников.

Таким образом, в процессе планирования инвестиционной стратегии возникает необходимость в анализе институциональной и правовой среды влияющей на результат инвестиций.

2.3. Содержание правовой среды инвестиционной стратегии

Правовая среда инвестиционной стратегии по своему содержанию охватывает решение всего комплекса вопросов, которые возникают в сфере инвестиционной стратегии на всех этапах инвестиций.

Важнейшими нормативными актами, определяющими правовые рамки инвестиционной стратегии относят:

- Гражданский кодекс РФ (Части первая, вторая и третья) с изменениями. [Электронный ресурс];
- Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 29.12.2012) «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс];
- Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 N 39-ФЗ (ред. от 12.12.2011) [Электронный ресурс];
- Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 29.12.12) [Электронный ресурс];
- Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 N 156-ФЗ (ред. от 28.07.2012) [Электронный ресурс];
- Федеральный закон «Об иностранных инвестициях в РФ» от 9 июля 1999 года N 160-ФЗ (ред. от 06.12.11) [Электронный ресурс];
- Федеральный закон «О финансовой аренде (лизинге)» от 29.10.98 г. № 164-ФЗ (ред. от 08.05.10) [Электронный ресурс];
- Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов Инструкция Минэкономки РФ,

Минфин РФ 21.06.1999 №477[Электронный ресурс].

Использование возможностей правовой среды позволяет решить следующие задачи в сфере инвестиционной стратегии:

- 1) создание благоприятных экономических условий для развития инвестиционной деятельности;
- 2) проведение эффективной налоговой политики;
- 3) проведение эффективной амортизационной политики;
- 4) расширение использования средств населения и других внебюджетных источников.

Особенностям правовой среды инвестиционной стратегии в РФ являются: расширение сферы его влияния на все разновидности имущественных активов и связанных с ними различных прав собственности, а также определенных прав на интеллектуальную собственность. Национальные законы относятся преимущественно к частным инвестициям. В то же время они распространяются на инвестиционные вложения государственных организаций и инвестиции самого государства.

Современные тенденции изменений в правовой среде характеризуются рядом положительных сторон. На сегодняшний день существует определенная ясность в целях государства в области инвестирования. В связи с последними заявлениями руководства страны о необходимости развития приоритетных сфер экономики созданы предпосылки для инвестиционного прорыва. Приоритетными сферами развития и соответственно, инвестирования признаны сельское хозяйство, медицина, наука, обеспечение жильем.

2.4. Правовые основы деятельности на рынке ценных бумаг

Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» [2] профессиональными видами деятельности на рынке ценных бумаг признаны следующие: брокерская; дилерская; управляющая; депозитарная; ведение реестра; деятельность по определению взаимных обязательств (клиринговая); деятельность по организации торговли. Структура профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг представлена на рисунке 2.2.

Все они подлежат обязательному лицензированию, которое осуществляется органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг — **Федеральной службой по финансовым рынкам** или уполномоченными им органами на основании генеральной лицензии. **Существует три вида лицензий [2]:**

- лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на определённый вид деятельности;
- лицензия на деятельность по ведению реестра;
- лицензия фондовой биржи.

Осуществление профессиональной деятельности без лицензии незаконно.

Брокерская деятельность заключается в совершении гражданско-правовых сделок с ценными бумагами на основании возмездных договоров с клиентом, в частности, договора комиссии или поручения. В первом случае брокер выступает как комиссионер, действует от своего имени, становится стороной сделки, приобретает права и обязанности по ней. Во втором случае он имеет статус поверенного, в сделке участвует от имени клиента и не приобретает по ней прав и обязанностей. Но сделки он совершает всегда за счёт клиента.

Дилерские услуги этот вид деятельности представляет собой куплю-продажу ценных бумаг за свой счёт и от своего имени. В отличие от брокера дилер на какое-то время становится собственником ценных бумаг. Его доход — это разница в ценах. Поэтому он может назначать путём публичного объявления цены покупки и продажи, т.е. осуществлять котировку цен. Объявив эти цены, дилер принимает на себя обязательство совершать по ним сделки. Кроме того, дилер имеет право объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг. В частности, минимальное и максимальное количество покупаемых и продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены.

Деятельность по управлению ценными бумагами. Под ней понимается доверительное управление от своего имени и за вознаграждение переданными управляющему и принадлежащими другому лицу ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, де-

нежными средствами и ценными бумагами, полученными в процессе управления. Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами и по доверительному управлению средствами инвестирования в ценные бумаги может совершаться как на основании единого, так и отдельных договоров. В соответствии с одним из них будет реализовываться доверительное управление ценными бумагами, а в соответствии с другим — деятельность по доверительному управлению средствами инвестирования в ценные бумаги этого же учредителя управления. Договор, который предусматривает передачу в доверительное управление средств инвестирования в ценные бумаги, должен включать инвестиционную декларацию управляющего, определяющую направления и способы инвестирования денежных средств учредителя управления.

Клиринговые услуги. Это профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, связанная с определением взаимных обязательств по сделкам, совершенным на рынке ценных бумаг и их зачёту, по поставкам ценных бумаг и расчётам по ним. Она предполагает сбор, сверку, корректировку информации по сделкам с ценными бумагами и подготовку бухгалтерской документации по ним. Правила этой деятельности должны быть утверждены клиринговой организацией и зарегистрированы в федеральном органе исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Депозитарные услуги. Это оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг, учёту и переходу прав на ценные бумаги. Ее объектом служат как эмиссионные, так и неэмиссионные ценные бумаги резидентов Российской Федерации, а также нерезидентов, если это не противоречит требованиям российского законодательства. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий данную деятельность, называется депозитарием.

Услуги по ведению реестра. Деятельностью по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность сведений, обеспечивающая идентифика-

цию владельцев ценных бумаг, номинальных держателей и учет их прав в отношении ценных бумаг.

Организация торговли на рынке ценных бумаг. Согласно российскому законодательству таковой признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению сделок с ценными бумагами. Условия оказания данных услуг должны обеспечивать равные права и обязанности участникам торгов одной и той же категории. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий эту деятельность, называется организатором торговли.

2.5. Стратегические факторы инвестиционной среды

Все стратегические факторы в инвестиционной деятельности подразделяются на следующие группы:

Факторы макроэкономического характера. Данные факторы характеризуют основные циклические изменения и их последствия для всех направлений инвестиционной стратегии. **Такие факторы могут быть по сферам влияния:** денежно-кредитная система (индекс инфляции, учётная ставка, ликвидность банковской системы, размеры эмиссии денег, депозитные и ссудные операции банков и пр.); бюджетная система фаза экономического развития страны и предпосылки ее смены в предстоящем периоде; динамика валового внутреннего продукта; динамика национального дохода и пропорций его распределения на потребление и накопление; динамика объема доходов государственного бюджета и размера бюджетного дефицита; тенденции и объемы эмиссии денег; уровень денежных доходов населения; объем депозитных и сберегательных вкладов населения; индекс (или темп) инфляции; уровень учетной ставки центрального банка и другие.

Рассматривая статистику, можно заметить колебания экономических показателей, вызванные влиянием инфляции и ставок по кредитам (Рисунок 2.1.).

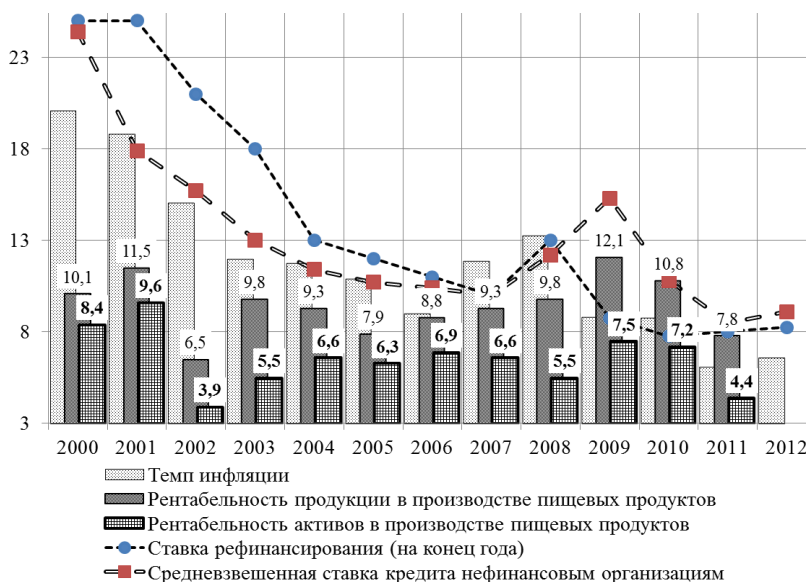


Рисунок 2.1 – Динамика экономических факторов
[Источник: на основе данных ФСТС РФ, <http://www.gks.ru>]

При этом уровень рентабельности остаётся недостаточным для покрытия процентных платежей. Высокая стоимость кредитных ресурсов, при острой нехватке собственных оборотных средств, вынуждает промышленные предприятия останавливать производство, оптимизировать издержки, в ряде случаев сокращать персонал, работать в режиме не полной занятости.

–Факторы отраслевого характера. Они используются в процессе оценки анализа инвестиционной привлекательности отдельных отраслей. К числу основных факторов этой группы относятся: стадия жизненного цикла отрасли; уровень государственной поддержки развития отрасли; динамика отраслевого объема продукции; среднеотраслевой индекс цен; среднеотраслевой уровень рентабельности активов и собственного капитала; уровень риска, характерный для отрасли.

–Факторы регионального характера. Они используются в процессе анализа и прогнозирования развития региональных финансовых рынков, а также для оценки инвестиционных качеств отдельных ценных бумаг, эмитированных регио-

нальными государственными органами. К числу основных факторов этой группы относятся: удельный вес региона в валовом внутреннем продукте и национальном доходе; соотношение доходной и расходной частей регионального бюджета; уровень доходов населения региона; соотношение городских и сельских жителей в регионе; уровень развития рыночных отношений и инфраструктуры регионального финансового рынка.

– **Факторы характеризующие состояние и конъюнктуру рынка.** В составе основных факторов этой группы обычно выделяются следующие: объем спроса и предложения на финансовом рынке; динамика фактического объема сделок на рынке; динамика уровня цен на финансовые инструменты; ёмкость финансового рынка; количество и состав основных финансовых инструментов, обращающихся на рынке; динамика основных индикаторов рынка в отчетном периоде; соотношение продажи активов на организованном и неорганизованном рынках.

– **Факторы микроэкономического характера.** В процессе анализа учитываются следующие основные факторы: темпы экономического развития соответствующих хозяйствующих субъектов; динамика прироста их активов и собственного капитала; соотношение используемого собственного и заемного капитала, уровень платежеспособности покупателей активов и эмитентов, уровень их экономического развития и другие.

– **Конкретные факторы, определяющие характер обращения на рынке отдельных видов финансовых инструментов.** В процессе анализа учитываются следующие основные факторы: ликвидность отдельных инструментов, объёмы сделок по ним, колеблемость уровня цен на них.

2.6. Типология колебаний и отклонений факторов инвестиционной среды

Колебания факторов инвестиционной среды характеризуется изменениями отдельных его элементов.

По продолжительности колебаний факторов инвестиционной среды выделяют следующие виды этих колебаний:

– Долгосрочные колебания. Продолжительность таких колебаний составляет период от нескольких месяцев до не-

скольких лет. Такие колебания вызываются обычно сменой фаз развития экономики страны в целом, изменением стадий конъюнктурного цикла, сменой стадий жизненного цикла фирмы.

– Краткосрочные колебания. Продолжительность таких колебаний 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 финансовых инструментов), реакцией на существенные изменения конъюнктуры зарубежных рынков, последствия которых для национального рынка трудно предугадать, действием случайных факторов.

– Сверхсрочные колебания. Продолжительность таких колебаний составляет от нескольких часов до нескольких дней. Они вызываются действием случайных факторов, как правило, поступлением неверной информации и обычно непредсказуемы.

– Среднесрочные колебания. Продолжительность таких колебаний составляет период 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.

По стадиям рыночного цикла эти колебания охватывают все уровни рынка и носят продолжительный характер. Для рынка в целом и отдельных его уровней характерны следующие стадии конъюнктурного цикла:

а) Подъем конъюнктуры связанный с возрастанием активности рыночных процессов в связи с оживлением экономики в целом. Проявление подъёма конъюнктуры характеризуется ростом объема спроса на отдельные активы, повышением уровня цен (ставки процента на них), возрастанием конкуренции среди операторов рынка и т.п.

б) Конъюнктурный рост, характеризующий резкое возрастание спроса на активы, в качестве, которых рассматриваются объекты инвестирования, на которые рынок не может полностью удовлетворить предложение (не смотря на его рост).

в) Ослабление конъюнктуры рынка связанное со снижением инвестиционной активности, в связи с началом спада в экономике в целом, относительно высоким предложениям раз-

личных активов при снижении спроса на них. Для этой стадии характерны сначала стабилизация, а затем снижение цен.

г) Конъюнктурный спад на рынке является наиболее неблагоприятным его периодом с позиций инвестиционной активности, объёма продажи активов и уровня их доходности (кроме долговых ценных бумаг и депозитных вкладов).

Для оценки представленных колебаний на предприятии устанавливаются плановые значения контролируемых величин: количественные параметры, выраженные в натуральных и стоимостных показателях, а также качественные параметры. Отклонения плановых и фактических величин могут возникать по всем определённым показателям, в которые входят:

- стоимостные показатели – денежные притоки и оттоки, расходы и доходы, показатели прибыли, дебиторские и кредиторские обязательства и т.п.;

- организационно-управленческие показатели - эффективность управления, расходы на содержание структурных подразделений и т.п.;

- временные показатели – период выполнения заданий и проектов. Различают следующие виды отклонений.

Абсолютные отклонения — рассчитываются на основе данных плановых и отчётных документов, как разница между плановыми и фактическими показателями. Положительное или отрицательное значение абсолютного отклонения даёт представление о характере проблем предприятия. «Принято, что если отклонение позитивно влияет на прибыль предприятия, то его исчисляют со знаком плюс» [17, с. 66].

Относительные отклонения рассчитываются как отношения между несколькими параметрами в виде процентов. В качестве исходной величины для расчёта относительного отклонения выбирается общий параметр. Например: «относительное отклонение затрат на материалы можно выразить в отношении к суммарным затратам или в процентах к обороту» [17, с. 67].

Селективные отклонения рассчитываются путём сравнения значений показателей за период времени. Например: «сравнение контролируемых величин за определённый месяц текущего года с тем же месяцем предыдущего года может быть

гораздо информативнее сравнения с предыдущим месяцем рассматриваемого планового периода» [17, с. 67].

Кумулятивное отклонение рассчитывается путём сравнения определённых показателей с нарастающим значением. «Возникающие в отдельных периодах случайные колебания параметров деятельности предприятия могут привести к значительным отклонениям на коротком отрезке времени» [17, с. 67].

В процессе диагностики инвестиционной деятельности предприятия важное занимает анализ план-факт. Отклонения рассчитываются путём сравнения плановых и отчётных значений наблюдаемых параметров.

Отклонения можно классифицировать:

- по характеру влияния: благоприятные и неблагоприятные;
- по структуре: простые и комплексные. У простых отклонений причина и последствия однозначны, комплексные — имеют сложную цепь причинно-следственных связей;
- по связи с деятельностью центра ответственности: контролируемые и неконтролируемые;
- по степени влияния на бизнес: устранимые и неустраимые;
- по учёту виновников: персональные и обезличенные;
- по степени отражения в учете: учтенные и неучтенные.
- по важности для бизнеса: существенные и несущественные.

Для обеспечения эффективности мониторинга важно определить **порог существенности**. Чаше всего для этого используют критерий существенности, принятый в финансовой отчетности и равный 5%, т.е. выделяют и анализируют только те показатели, которые превышают данный предел. Несущественные отклонения не рассматриваются до тех пор, пока они не приобретут повторяющегося характера или не повлекут потенциальных осложнений в работе. В задачу мониторинга не входит тотальный анализ всех возникших отклонений. Даже если абсолютная или относительная величина отклонения какого-либо параметра очень значительна, то это вовсе не повод немедленно заняться её анализом, оценкой и корректировкой.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ:

1. Раскройте сущность институциональной среды в контексте инве-

стиционной стратегии.

2. В чем заключается роль правовой среды при формировании инвестиционной стратегии и какие факторы её определяют?
3. В чем состоит значение инвестиционного института на рынке ценных бумаг?
4. Назовите виды инвестиционных институтов.
5. Раскройте сущность финансового инструмента.
6. В чем проявляется отличие финансовых активов и финансовых обязательств?
7. В чем роль стратегического анализа инвестиционного рынка?
8. Назовите виды графиков, используемых в техническом анализе и поясните их назначение.
9. Перечислите группы стратегических факторов, рассматриваемых в процессе анализа инвестиционных рынков.
10. Каковы основные направления профессиональной деятельности на фондовом рынке?
11. В чем заключается отличие брокерской и дилерской деятельности на инвестиционном рынке?

ТЕСТЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

2.1 – Институциональная среда инвестиционной стратегии:

- а) соотношение между спросом и предложением на актив, под влиянием различных экономических и политических факторов;
- б) совокупность ценных бумаг, обращающихся на рынке;
- в) совокупность эмитентов и инвесторов.

2.2 – Правовая среда инвестиционной стратегии включает:

- а) конституцию РФ;
- б) гражданский кодекс РФ;
- в) законы РФ об инвестициях и инвестиционной деятельности.

2.3 – Стратегический анализ включает изучение:

- а) общеэкономическая ситуация;
- б) политическая ситуация;
- в) состояние отраслей экономики;
- г) положение компаний, чьи ценные бумаги обращаются на рынке;
- д) финансовое состояние институциональных инвесторов.

2.4 – Институциональными инвесторами являются:

- а) пенсионные фонды;
- б) страховые компании;
- в) физические лица;

г) коммерческие банки.

2.5 – В чем отличие брокерской деятельности от дилерской деятельности:

- а) брокер является продавцом, а дилер посредником;
- б) брокер является посредником, а дилер — покупателем;
- в) брокер заключает сделки по поручению и за счёт клиента, а дилер от своего имени и за свой счёт.

ЗАДАНИЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

Задание 2.1.

Раскройте стратегические факторы, влияющие на инвестиционную стратегию фирмы на основе расчёта балансовой стоимости, рыночной доходности акций, а также доходности акционерного капитала. Уставный капитал корпорации разделён на 1000 обыкновенных акций. Рыночная цена одной акции 3000 руб. Величина годовых дивидендов на одну акцию составляет 100 рублей. Хозяйственная деятельность фирмы характеризуется данными (тыс. р.) представленными в таблице 2.

Таблица 2 – Агрегированный баланс фирмы

Актив		Пассив	
Основные средства	6000	Уставный фонд	4000
Товарные запасы	2000	Резервный фонд	2000
Денежные средства	500	Фонды спец. назначения	500
Нематериальные активы	400	Краткосрочная задолженность	400
Ценные бумаги	1000	Долгосрочная задолженность	4200
Прочие активы	2000	Прибыль	300
Баланс	11900	Баланс	11900

Задание 2.2.

Оцените привлекательность двух вариантов инвестиций по критериям: чистая приведённая стоимость и индекс рентабельности. Потребность в ресурсах для проекта «А» составляет 3,5 млн. руб. и для проекта «Б» равняется 3,35 млн. руб. Период эксплуатации для проекта «А» достигает 2 лет и для проекта «Б» составляет

4 года. Прогноз денежных потоков по двум проектам представлен в таблице 8.

Таблица 8 – Прогноз денежных потоков

Показатель	Проект	
	А	Б
Денежный поток за 1-й год, тыс. р.	3	1
Денежный поток за 2-й год, тыс. р.	2	1,5
Денежный поток за 3-й год, тыс. р.	—	1,5
Денежный поток за 4-й год, тыс. р.	—	1,5

Сведения о стоимости и структуре капитала для финансирования инвестиционных проектов приведены в таблице 9.

Таблица 9 – Структура и стоимость капитала

	Проект	
	А	Б
Доля собственных средств	30%	50%
Доля средств, мобилизованных на финансовом рынке путём выпуска акций	30%	—
Доля кредитов коммерческого банка	40%	50%
Ставка банковского депозита	10%	
Процентная ставка по банковскому кредиту	14%	
Доходность выпущенных на рынок акций	7%	

Глава 3.

ФОРМИРОВАНИЕ РЕСУРСНОГО ПОТЕНЦИАЛА ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ

3.1. Сущность и классификация ресурсного потенциала

Стратегия направлена на то, чтобы ресурсы и способности фирмы соответствовали возможностям, возникающим во внешней среде [8, с. 141]. Состояние ресурсного потенциала предприятия выражается в наличии ресурсов, определяющих возможности экономического развития предприятия [26].

В состав ресурсного потенциала фирмы входят такие элементы как кадры, финансы, основные и оборотные фонды, организационный и управленческий потенциал, потенциал отношений с клиентами, строительный и транспортный потенциал.

«В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения...» [1].

Современные исследователи, рассматривая сущность ресурсного потенциала, как правило, делают акцент на составляющих его компонентах и их устойчивости. По мнению Клейнера Г.Б. для отдельного предприятия ресурсный потенциал складывается из компонентов, характеризующих его ресурсы, положение и динамику движения во внешней среде. Ресурсный потенциал предприятия аккумулирует организационную память. Для человеческих ресурсов эта память выступает в виде навыков, правил поведения и т.д. С позиции материальных ресурсов она находит отражение в конструкциях, способах эксплуатации и других элементах технологии [18].

В более узком контексте трактовку сущности ресурсного потенциала даёт Ковалёв В.В., который в качестве компонентов выделяет материальные, трудовые и финансовые ресурсы необходимые для достижения поставленных целей [19].

При этом ресурсный потенциал Ковалёв В.В. характери-

зует с позиции двух сторон: имущества и финансов, которые имеют перспективы (ликвидность, платёжеспособность) [19]. Нерациональный состав ресурсов и их низкое качество могут привести к экономической неустойчивости предприятия. Таким образом, следует учитывать особенности формирования ресурсного потенциала.

Существует несколько путей формирования ресурсного потенциала, которые, по мнению Шеремета А.Д., могут носить как экстенсивный, так и интенсивный характер [29]. Каждый из путей формирования ресурсного потенциала имеет свои приоритеты количества и качества.

Ресурсный потенциал зависит от количества трудовых ресурсов и качества их профессиональной подготовки, объёма и мощностей производства, возможностей транспортных магистралей и транспортных средств, научно-технических достижений, ресурсов, разведанных полезных ископаемых [29].

С учётом перечисленные позиций факторы устойчивого экономического развития предприятий подразделяются на две группы: первой и второй.

Факторы первой группы, связанные с мобилизацией имеющихся резервов имеют оперативный характер и не требуют значительных затрат [19].

Факторы второй группы связаны с реформированием различных сфер деятельности предприятия, на базе использования инноваций и повышения качества трудовых ресурсов [19]. Такие факторы имеют стратегическое значение для процесса управления экономической устойчивостью предприятия.

Возможность управления экономической устойчивостью фирмы определяется человеческим и организационным потенциалом при наличии ряда дополнительных предпосылок: способность бизнеса генерировать доходы; существование новых источников финансирования; наличие сильной команды менеджеров. Вместе с тем для обеспечения устойчивого развития предприятий следует сбалансировать элементы ресурсного потенциала. В структуре ресурсного потенциала нами были выделены: производственный, кадровый, финансовый, рыночный потенциал, а также потенциал фирмы и инноваций. Для каждого типа потенциала представлены стержневые и периферийные элементы.

Таблица 3.1 – Типология элементов ресурсного потенциала инвестиционной стратегии

	Производственный потенциал	Кадровый потенциал	Финансовый потенциал	Рыночный потенциал	Потенциал организации
1 Авторская трактовка элементов	Отражает возможности использования производственной базы, позволяющие производить продукцию.	Отражает возможности использования знаний, умений, таланта персонала в сочетании с производственными возможностями.	Отражает возможности привлекать ресурсы определённого состава, стоимости и качества, эффективность их использования.	Отражает совокупность возможностей формирования спроса и предложения для эффективной деятельности на рынке.	Отражает возможности использовать организационную структуру и культуру для достижения целей
2. Стержневая элементы	Технологии, патенты и лицензии, производственный опыт и его носители).	Управленческая команда, компетенции, знания персонала и т.д.).	Отношение с банками и налоговыми органами, рейтинг кредитоспособности.	Отношение с клиентами, привлекательность продукции, рыночная информация.	Организационное ядро (миссия и культура).
3. Периферийные элементы	Имущественный комплекс производства, инфраструктура, перспективы выпуска продукции.	Полномочия и ответственность работников, структура персонала, фонд оплаты труда.	Дебиторская и кредиторская задолженность, денежный оборот, резервы финансов.	Рыночные позиции и сегменты, торговая марка, стимулирование продаж	Организационная структура
5. Содержание мощности	Оценка состояния производственных мощностей, износа оборудования, степени загрузки; путей модификации.	Оценка уровня подготовки персонала, уровня производственной дисциплины, анализа исполнения обязанностей.	Оценка результативности, текущей платёжеспособности и фин. устойчивости, динамики показателей фин. отчётов.	Позиционный анализ, анализ сегментов рынка, анализ конкуренции, оценка факторов спроса.	Анализ миссии и целей, стратегий, орг. структура, анализ орг. культуры.

3.2. Оценка состояния ресурсного потенциала инвестиционной стратегии

На начальном этапе проводится оценка общих ресурсных возможностей для реализации срочных инвестиций. Для этого оценивается наличие ресурсов, которые необходимы, чтобы помочь снизить риски банкротства. В рамках приоритетов следует выделить оценку способности отвечать по краткосрочным обязательствам; анализ долгосрочного финансирования в планируемых объёмах для целевой структуры ресурсов. При этом мониторинг следует организовать по критериям своевременности выплат долговых обязательств и сбалансированности между требованиями кредиторов по суммам и срокам. Оценив достаточность ресурсов делается предварительный выбор срочных инвестиций.

В рамках следующего этапа проводится анализ ресурсных возможностей для реструктуризации инвестиций. Для определения вариантов реструктуризации оценивается отсроченный и погашаемый долг. Оценочная стоимость обязательств, распределённых во времени, приводится к текущему моменту времени. С учётом оценки ресурсов, разделённых во времени, определяется достаточность ресурсов для реструктуризации.

С учётом результатов предшествующих оценок определяются ресурсные возможности инвестиций для сохранения предприятия как действующего, т.е. получающего периодические доходы от реализации готовой продукции. При анализе достаточности ресурсов, для сохранения предприятия как действующего, рассчитывается сумма ресурсов, уменьшение которой угрожает разрушению промышленного предприятия. Она определяется как минимально необходимая сумма ресурсов для ведения производства, которое обеспечит продажу продукции на уровне безубыточности. В тоже время, остальные активы могут быть направлены для накопления в фонд реструктуризации долгов, а также на инвестиции в производство.

Сохранение действующих производств и улучшение экономического положения промышленных предприятий в долго-

срочной перспективе во многом связано с состоянием производственного и кадрового потенциала.

Согласно статистике РФ, падение объёмов производства за последние 20 лет сопровождалось существенным снижением инвестиций в основные фонды предприятий. Вследствие 4-х кратного сокращения инвестиций в производство степень износа фондов выросла до 50%. «Вложение средств в морально устаревшие технологии и средства производства также не может иметь положительного экономического эффекта» [15, с. 15].

Таким образом, восстановление производственного потенциала на основе инвестиций становится одной из задач управления устойчивым развитием. При этом следует учитывать, что имеющиеся механизмы инвестиционной деятельности не способны решить данную задачу, так как основными инвесторами являются сами промышленные предприятия (более 60% инвестиций) [27]. Вместе с тем объем амортизационных отчислений, являющихся главным источником инвестиций, составляет 2,2% к объёму основных фондов (1990 г. 14%) при необходимости их обновления на 50%. По данным статистики РФ, ежегодный износ фондов в промышленности составляет 5-7%, а их восстановление 1-1,5%. Также остаются небольшими возможности инвестиций за счёт прибыли. Рентабельность в промышленности составляет в среднем около 6-8%, что не позволяет обеспечить сохранение устойчивого производства [27].

Наиболее важный характер для сохранения действующих производств на предприятиях, на наш взгляд, имеет решение проблем кадрового потенциала предприятия. Как показывает практика, многие предприятия пытаются решить свои проблемы путём механического сокращения персонала и массовой распродажи фондов. Все это снижает экономическую устойчивость и повышает угрозу банкротства данных предприятий.

Одним из факторов сокращения ресурсного потенциала инвестиционной стратегии является негативная динамика изменений кадрового потенциала. Согласно данным статистики РФ, за период 2008 – 2011 гг. сократилось число работников в производстве пищевых продуктов на 9% (119,2 тыс. чел.); в производстве оборудования на 23% (251,9 тыс. чел.); в швейной промышленности на 6% (75,3 тыс. чел.), в обработке древесины на

21% (69,8 тыс. ч.), в металлургии на 12% (131,8 тыс. чел.). Значительные кадровые потери наблюдаются на предприятиях, имеющих несбалансированный ресурсный потенциал. Для вывода таких предприятий из кризиса необходимо усиление ответственности собственников и менеджеров за состояние кадровых и организационных ресурсов.

Для повышения ответственности собственников и руководителей проблемных предприятий, на наш взгляд, следует обеспечить многоуровневую систему мониторинга. В рамках такой системы менеджмент должен нести ответственность за управление экономической устойчивостью, а собственники получать оперативную информацию о проблемах. Наряду с усилением ответственности считаем целесообразным усиление материальных стимулов менеджеров фирм за результаты стратегии.

На следующем этапе определяются стратегические возможности расширения производства. С помощью такого расширения и накопления доходов от продаж предприятия задают стратегические стимулы развития. При этом рассчитывается достаточность ресурсов для инвестирования в расширение производства. За счёт дополнительных доходов предприятие создаёт барьеры сопротивления негативным факторам. При этом дальнейшие возможности противодействия кризису обычно накапливаются постепенно и проявляются в параметрах стратегической устойчивости [26].

На заключительном этапе анализируются ресурсные возможности для обеспечения стратегической устойчивости предприятия. В условиях сокращения конкурентных позиций возможным направлением изменений также является диверсификация ассортимента продукции с освоением новых её видов. Все это позволяет обеспечить постоянный источник пополнения ресурсов и тем самым решить задачи по наращиванию ресурсного потенциала предприятий промышленности.

Таким образом, в процессе мониторинга необходимо оценивать факторы формирования и использования ресурсного потенциала предприятий, а также определить уровень достаточности ресурсного потенциала предприятий для поддержания устойчивости его экономического развития.

3.3. Индикативная база стратегического планирования

Индикативная база стратегического планирования позволяет решить ряд задач:

- обеспечить баланс финансовых (результатирующие) и не финансовых показателей, отражающих будущие события (опережающие);
- раскрыть причинно-следственные связи стратегических и тактических индикаторов антикризисного развития (иерархий целей сверху донизу), а также показателей, работы подразделений и персонала;
- обеспечить стратегическое соответствие клиентской и финансовой составляющих, с одной стороны и результатов производства, инноваций с другой.

Наиболее известная методика была предложена в работах Р. Каплана и Д. Нортонa. Её авторы предлагают формировать сбалансированную систему показателей поэтапно.

Первый этап — «перевод видения» — призван помочь менеджменту идентифицировать правильную стратегию и перевести эту стратегию в ту модель, которая позволяет реализовать выбранную стратегию [16].

На втором этапе «коммуникация и дальнейшая конкретизация стратегии» происходит передача стратегии на нижние уровни организационной иерархии, где подвергается дополнительному уточнению [16]. При этом цели подразделений и цели сотрудников выводятся из разработанной стратегии. Крайне важно, чтобы понимание стратегии и своего вклада в ее реализацию было у каждого сотрудника, который участвует в достижении стратегических целей организации.

На третьем этапе «составление бизнес-планов» с помощью сбалансированной системы показателей происходит распределение организационных ресурсов, с ориентацией на стратегию [16].

Четвёртый этап — «обучение и адаптация» посвящён анализу и переосмыслению достигнутых результатов [16]. Благодаря такому подходу становится возможным стратегическое обу-

чение, выходящий за рамки рассмотрения финансовых целей.

Сбалансированная система показателей формируется по иерархическому принципу в виде пирамиды, в которой находящийся на вершине главный показатель зависит от всех остальных. Во главе такой пирамиды стоят финансовые цели. Для этого, как правило, требуется от 20 до 30 показателей. Данные показатели Р. Каплан группируют в разрезе четырёх составляющих: финансовой, клиентской, процессной, развивающей.

Наиболее важной составляющей свидетельствующей о краткосрочных результатах работы предприятия является финансовая перспектива. Её роль имеет неоднозначную оценку в различных управленческих концепциях. Однако использование финансовых показателей может быть особенно важным в условиях острого дефицита ресурсов, когда предприятия стараются использовать все возможные резервы. При этом следует заметить, что финансовые показатели являются запаздывающим индикатором, так как использование одних только финансовых показателей не позволяет успешно следовать цели устойчивого развития предприятия. Важнейшим фактором, раскрывающим пути роста доходов, выступает клиентская перспектива.

Перспективы по клиентской составляющей могут показывать специфические сегменты потребительского рынка, которые предприятие желает расширить и сделать более прибыльными [16]. Помимо оценки таких отсроченных индикаторов, как удовлетворённость клиента, сохранение и расширение клиентской базы, клиентская составляющая определяет предложение потребительной ценности для целевого сегмента рынка, а это является центральным элементом стратегии. Низкая эффективность по этому направлению — явный индикатор будущего банкротства, даже если финансовая картина вполне благополучна.

Для предотвращения банкротства определяются ключевые сегменты рынка, на которых следует сосредоточить свои усилия по продвижению и реализации продуктов. При этом основными индикаторами являются: удовлетворённость покупателей, удержание клиентов, приобретение новых клиентов, их прибыльность. Таким образом, данная проекция раскрывает возможности в области маркетинга и продаж, что должно привести к улучшению финансового положения предприятия.

В рамках третьей, составляющей по мнению Р. Каплана и Д. Нортон описываются внутренние процессы, которые создают и предоставляют предложение ценности клиенту [16]. На промышленных предприятиях они характеризуют ключевые производственные операции, которые влияют на качественное исполнение функций всей бизнес-единицы. Показатели процессов позволяют определить, насколько хорошо работает предприятие, соответствуют ли продукты требованиям клиентов, а также идентифицируют основные процессы, подлежащие усовершенствованию и развитию с целью укрепления конкурентных преимуществ. Улучшая существующие процессы и вводя новые, необходимо достигнуть эффективного выполнения всех операционных действий. Таким образом, данные показатели имеют опережающий характер.

В рамках четвертой составляющей «обучение и развитие» раскрываются долгосрочные направления устойчивого развития. Основным источником обеспечения такого развития выступают инвестиции в нематериальные активы: человеческий (наличие знаний, навыков); информационный и организационный капитал (способность мобилизовать и поддерживать изменения).

3.4. Планирование ресурсного потенциала предприятия

В процессе планирования ресурсного потенциала инвестиционной стратегии выделяются следующие этапы.

На первом этапе определяются цели, задачи и объекты стратегии. Концентрация на финансовых целях важна в условиях острого дефицита ресурсов, когда предприятия стараются использовать все возможные резервы чтобы добиться восстановления платёжеспособности с наименьшими потерями. Однако использование одних только финансовых целей не позволяет успешно следовать целям экономического развития предприятия. Нельзя приуменьшать важность маркетинговых, производственных и организационных параметров. Как показывает практика, для обеспечения устойчивого развития предприятия, прежде всего, необходимо решить проблемы конкурентоспособности и эффективности операционной деятельности.

Таким образом, для формирования эффективной стратегии необходимо использовать сбалансированный подход к её параметрам. Разработка стратегии должна обеспечить концентрацию ресурсов для обеспечения устойчивого развития предприятий.

Второй этап включает стратегический анализ объектов стратегии. Для раскрытия перспектив стратегического восстановления важно оценить факторы внешней среды в контексте кризиса, выявить факторы, определяющие причины негативных явлений и возможности их предотвращения в будущем.

Третий этап предполагает детализацию модели стратегии с учётом организационных условий. Организация стратегических мер, должна осуществляться специальной командой подготовленных менеджеров, имеющих доступ к необходимой информации на предприятии, обладающих опытом и знаниями.

В общем виде организационный механизм стратегического планирования должен содержать ряд профилей менеджеров:

Общеправленческий профиль, который определяет организационные методы выживания или развития предприятия, участвуют в реструктуризации системы управления, организационном проектировании и внедрении;

Финансовый профиль, обеспечивают учётно-аналитическое, плановое сопровождение и информационную прозрачность хозяйственных процессов, проводят обоснование показателей и мер финансового оздоровления, обеспечивают покрытие платёжного дефицита путем использования альтернативных источников финансирования;

Маркетинговый профиль обеспечивает исследование рыночной среды и прогнозирование ассортимента, цен, формируют продуктовый портфель;

Производственный профиль обеспечивает технологическую, конструкторскую и иную документацию, способствуют обновлению и эффективному использованию производственных мощностей;

Кадровый профиль обеспечивает антикризисные процессы необходимыми навыками и компетенциями, проводят мотивацию, способствуют переобучению и мобилизации человеческого капитала. Для организации стратегического планирования по

нашему мнению необходимо выбрать ключевые компетенции и возможности, на которые будет опираться, чтобы сформировать структуру обязанностей менеджеров. Можно выделить следующие типы антикризисных управляющих: аналитики, консультанты; менеджеры, временные управляющие; административные управляющие, внешние управляющие.

В рамках четвёртого этапа разрабатывается архитектура системы показателей. На данном этапе конкретизируются цели, определяются причинно-следственные связи между ними, подбираются показатели, и их значения для мониторинга.

На четвёртом этапе обеспечивается управление каскадированием целей и задач управления на основе построения гибкой и адаптивной структуры управления, а также стимулирование креативности и заинтересованности персонала. В итоге такой работы согласовываются цели санации предприятия, его подразделений, работников и переход к конкретным управленческим мерам.

Пятый этап включает интеграцию стратегических планов в систему управления, с помощью бюджетов, центров ответственности и мотивации. В ходе интеграции следует мотивировать персонал, развивать ключевые компетенции, улучшать бизнес-процессы и достигать цели.

На шестом этапе оцениваются результаты стратегии, и определяется необходимость корректировочных мер.

С учётом рассмотренных условий и факторов предприятие может сформировать эффективный портфель стратегии. Включение стратегий в портфель позволяет отразить их в стратегической программе в виде планов конкретных действий и мер, направленных на достижение целей на каждом из уровней управления предприятием. При этом профессиональная деятельность антикризисных менеджеров становится одним из решающих факторов восстановления управляемости предприятием и стабилизации его стратегического положения.

Инвестиционный проект — обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством РФ и утверждёнными в установленном порядке стандартами (норма-

ми и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

Под бизнес-планом понимается документ, содержащий в структурированном виде всю информацию о проекте, необходимую для его осуществления.

Согласно **Методическим рекомендациям Министерства экономического развития** бизнес-план инвестиционного проекта, реализуемого в рамках инвестиционной политики предприятия, включает следующие разделы.

1. Вводная часть (резюме).
2. Обзор состояния отрасли (производства), к которой относится предприятие.
3. Описание проекта (представляется информация о продукции, показывается новизна решения технологических, технических, потребительских и прочих проблем).
4. Производственный план реализации проекта (экономический потенциал, технологический потенциал, материально-техническое обеспечение, трудовой потенциал).
5. План маркетинга и сбыта продукции предприятия (оценка внешней среды, потенциальных покупателей и потребителей услуг, оценка конкурентов и конкурентной борьбы, комплексное исследование рынка, стратегия маркетинга).
6. Организационный план реализации проекта (управление проектом, финансовые ресурсы, юридические аспекты).
7. Финансовый план реализации проекта (план прибыли, движение денежных потоков, анализ безубыточности, финансовый анализ отдельных видов продукции).
8. Оценка экономической эффективности затрат, осуществленных в ходе реализации проекта.

Бизнес-планом может быть назван инвестиционный проект, направленный на предоставление информации о проекте потенциальным инвесторам. В некоторых случаях подготовка бизнес-плана является промежуточной стадией разработки проекта, а сам бизнес-план необходим для ведения переговоров между держателем проекта и его потенциальными участниками.

3.5. Мониторинг факторов инвестиционной стратегии

Современная технология мониторинга инвестиционной стратегии фирмы включает последовательность этапов.

На первом этапе мониторинга устанавливаются цели, определяются субъекты и объекты диагностики.

К целям диагностики современные исследователи относят: идентификацию реального состояния анализируемого объекта; исследование состава и свойств объекта, его сравнение с известными аналогами или нормативами; выявление изменений в состоянии объекта; установление факторов.

Выбранные цели должны отражать специфику конкретного объекта и субъекта диагностики.

Другой важной характеристикой системы диагностики является ее субъект. В качестве субъектов диагностики могут выступать менеджеры, кредиторы, собственники, антикризисные управляющие. Непосредственная работа по диагностике может проводиться экономическими службами предприятия. Однако аналитики предприятий, как правило, не обладают достаточными знаниями и навыками по финансовому оздоровлению предприятия, что требует привлечения внешних компетенций.

На втором этапе формируется система показателей диагностики, устанавливаются взаимосвязи между ними. Построение системы показателей диагностики выступает ключевой частью механизма, который должен обеспечить своевременное получение информации об угрозах, возникающих в фирме.

Для формирования системы диагностики необходимо создание системы критериев, и классификация возможных отклонений параметров от их нормативных значений, определение характера отклонений и вызвавших их причин.

Базовые параметры диагностики связываются с системой критериев, способных адекватно отразить специфику конкретного объекта с учетом влияющих на него в тот или иной период времени факторов. Такая система критериев позволяет организовать диагностику для оценки состояния объектов, разработки качественных и количественных параметров, шкал для измерения значений.

На третьем этапе планируется диагностическая работа. Для этого составляются комплексные и тематические планы.

Тематические планы обеспечивают проведение анализа по проблемам, которые требуют углубленного изучения, содержат объекты, субъекты, этапы, сроки проведения анализа, его исполнителей, формы отчета и др.

Комплексный план включает перечень объектов анализа, подлежащих изучению, определяются цели анализа. В плане в обязательном порядке предусматривается периодичность проведения анализа по каждому объекту, сроки выполнения, состав исполнителей анализа по каждому вопросу. В плане указываются источники информационного и методического обеспечения.

На четвертом этапе осуществляется информационное обеспечение диагностики. Определяется порядок сбора и обобщения информации различного характера для диагностики, условия использования программных продуктов, формы представления информации в сроки и требуемым адресатам.

В процессе информационного обеспечения необходимо решить ряд задач:

- определить вид информации, ее получателей и временные интервалы;

- выбрать источники информации с учетом затрат и выгод от ее получения;

- обработать информацию (сжатие, объединение, связь или детализация);

- осуществить передачу информации путем разработки и построения системы отчетности и ее интерпретация (графически, в таблицах, в формулах), и раскрытие показателей (раскрытие причин и следствий);

- обеспечить хранение информации и ее обработку.

Результаты диагностики в значительной степени зависят от качества информационного обеспечения.

Зачастую в кризисных условиях на предприятии снижается качество информации необходимой для диагностики. К примеру, информация поступает слишком поздно; информация необоснованно обширная; большая часть информации обращена в прошлое; недостоверная или недостаточная информация. Для повышения качества информационного обеспечения, по мнению

современных исследователей, следует использовать ряд принципов: аналитичность информации, ее достоверность.

На пятом этапе формируются типовые методики, инструкции и единые критерии для диагностики, а также осуществляется выбор и доработка методов, на основе которых рассчитываются параметры диагностики.

В процессе диагностики используются различные методы: конкретно-аналитические методы; экономико-математические методы; экспертные методы; факторного анализа и т.д. Используемый набор методов должен обеспечить получение данных о диагностируемом объекте и сделать выводы о проблемах.

Шестой этап включает оформление результатов диагностического анализа. Любые результаты диагностического исследования деятельности предприятия в целом или его сегментов должны быть оформлены соответствующими документами. Это может быть аналитический отчет, справка, заключение.

Седьмой этап включает контрольно-управленческие мероприятия по интерпретации результатов анализа, по формулированию рекомендаций для решения текущих проблем и выбору пути перехода в режим устойчивого развития. Низкое качество диагностики во многом, связано с несбалансированностью, выбранной системы показателей, что снижает результативность стратегического планирования в целом.

3.6. Внешняя ресурсная поддержка реализации стратегии

Внешняя ресурсная поддержка, как правило, производится посредством финансирования в рамках целевых программ и финансовой поддержки. Оно предусматривает использование бюджетных средств в следующих формах: инвестиции в уставный капитал предприятий, бюджетные кредиты, предоставление гарантий и субсидий. В России финансирование инвестиционных проектов, в рамках целевых программ, связано с осуществлением федеральных инвестиционных программ, ведомственных, региональных и муниципальных целевых инвестиционных программ.

Федеральные целевые программы являются инструментом реализации приоритетных задач в области государственного, экологического, социального и культурного развития страны. Они финансируются за счет средств федерального бюджета, средств бюджетов субъектов федерации, муниципальных образований и внебюджетных средств.

Ведомственные целевые инвестиционные программы предусматривают реализацию инвестиционных проектов, обеспечивающих развитие отраслей и подотраслей экономики.

Региональные и муниципальные целевые инвестиционные программы предназначены для реализации приоритетных направлений социально-экономического развития на региональном и муниципальном уровнях соответственно.

Бюджетные средства, предусмотренные для финансирования инвестиционных программ, включаются в состав расходов бюджета соответствующего уровня. Процедура предоставления бюджетных инвестиций предполагает подготовку пакета документов, состоящего из технико-экономического обоснования инвестиционного проекта, проектно-сметной документации, плана передачи земли и сооружений, проекта договора между соответствующим органом исполнительной власти и субъекта инвестиций об участии в собственности последнего.

Основные требования для получения государственной ресурсной поддержки включают:

- право на участие в конкурсе на получение государственной поддержки имеют инвестиционные проекты, связанные в первую очередь с развитием «точек роста» экономики;

- срок окупаемости указанных проектов не должен превышать, как правило, двух лет;

- инвестиционные проекты, представляемые на конкурс должны иметь бизнес-план, а также заключение государственной экологической экспертизы, государственной ведомственной и независимой экспертизы;

- для коммерческих проектов, конкурс, по которому проводится согласно предложениям частных инвесторов, доля собственных средств инвестора, формируемых за счет прибыли,

амортизации и продажи акций, должна составлять не менее 20% капитальных вложений, предусмотренных для проекта.

Инвестор имеет право выбора следующих форм финансовой поддержки государства в реализации отобранных проектов:

- бюджетный кредит — предоставление средств федерального бюджета на возвратной и платной основе для финансирования расходов по осуществлению инвестиционных проектов, со сроком возврата в течение двух лет, с уплатой процентов за пользование предоставленными средствами;

- закрепление в государственной собственности части акций создаваемых акционерных обществ, которые реализовались на рынке ценных бумаг по истечении двух лет с начала получения прибыли от проекта (с учетом срока окупаемости) и направление выручки от продажи этих акций в доход бюджета;

- предоставление государственных гарантий по возмещению части вложенных инвестором финансовых ресурсов в случае срыва выполнения проекта не по вине инвестора.

Аналогичные формы используются для финансовой поддержки эффективных инвестиционных проектов на региональном и муниципальном уровнях. Бюджетные кредиты и субсидии предоставляются на реализацию инвестиционных проектов путем их частичного финансирования, кроме того, они могут выделяться в качестве частичной компенсации выплаты процентов по кредитам инвестора, привлечённых для реализации проекта.

3.7. Формирование ресурсного потенциала в условиях рисков

Формирование ресурсного потенциала в условиях рисков следует рассматривать как механизм мобилизации различных источников ресурсов и комплексного использования разных методов ресурсо-обеспечения, имеющее строго целевой характер использования средств для нужд реализации инвестиционного проекта. Для формирования ресурсного потенциала инвестиционной стратегии выбираются способы и средства обеспечения ресурсов, определяется источник ресурсов и их структур.

Внешний ресурсный потенциал предусматривает использование внешних ресурсов: средств финансовых институ-

тов, не финансовых компаний, населения, государства, иностранных инвесторов, а также дополнительных вкладов денежных ресурсов учредителей предприятия. Оно осуществляется путем мобилизации привлеченных (долевое финансирование) и заемных (кредитное финансирование) средств.

Основными особенностями формирования ресурсного потенциала в условиях рисков является совмещение различных видов ресурсов: кредитных, коммерческого, государственного, международного. В отличие от традиционной системы финансирования может быть осуществлено распределение риска между участниками проекта.

По доле риска, принимаемой на себя кредитором, выделяют следующие виды инвестиционных стратегий:

- с полным регрессом на заемщика. Регресс означает обратное требование о возмещении предоставленной суммы денежных средств, предъявляемое одним лицом другому. Банк не принимает на себя риски, связанные с проектом, ограничивая своё участие предоставлением средств;

- с ограниченным регрессом на заемщика. При финансировании с ограниченным регрессом кредитор частично берет на себя проектные риски;

- без регресса на заемщика. При проектном финансировании с ограниченным регрессом кредитор полностью берет на себя проектные риски.

Ресурсный потенциал в условиях высокого риска включает инвестиции в новые сферы деятельности, связанные с большим риском. Данный механизм позволяет привлечь средства для осуществления начальных стадий реализации инвестиционных проектов инновационного характера (разработка и освоение новых видов продукции и технологических процессов), характеризующихся повышенными рисками, но вместе с тем возможностями существенного возрастания стоимости предприятий, созданных в целях реализации данных проектов. В этом отношении венчурное инвестирование отличается от финансирования (путем покупки дополнительной эмиссии акций, паев и проч.) существующих предприятий, доли которых могут приобретаться в целях дальнейшей перепродажи.

Привлечение ресурсов в условиях высокого риска предполагает венчурное финансирование, когда инвесторы предполагают продать свою долю в предприятии после того, как ее стоимость в ходе реализации рискованного проекта возрастет. Доходы, связанные с дальнейшим функционированием созданного предприятия, будут получать те лица, которые приобретут у венчурного инвестора его долю.

Венчурный механизм формирования ресурсного потенциала позволяет привлечь средства для осуществления проектов инновационного характера (разработка и освоение новых видов продукции), характеризующихся повышенными рисками, но вместе с тем возможностями существенного возрастания стоимости предприятий, созданных в целях реализации данных проектов. В этом отношении венчурное управление проектом отличается от финансирования (путем покупки дополнительной эмиссии акций, паев и проч.) существующих предприятий, доли которых могут приобретаться в целях дальнейшей перепродажи.

С финансовой точки зрения венчурное управление проектом предполагает привлечение средств в уставный капитал предприятия инвесторов, которые изначально планируют продать свою долю в предприятии после того, как ее стоимость в ходе реализации инвестиционного проекта возрастет. Доходы, связанные с дальнейшим функционированием созданного предприятия, будут получать те лица, которые приобретут у венчурного инвестора его долю. Физические лица и специализированные инвестиционные компании вкладывают свои средства в расчете на получение значительной прибыли. Для этого используются особые организационные формы.

Наиболее распространенной организационной формой осуществления венчурных проектов является приобретение части акций венчурных предприятий, еще не котирующихся на биржах. Существуют также механизмы финансирования, сочетающие различные виды капитала: акционерный, ссудный и предпринимательский. Каждый из видов капитала накладывает особенности на деятельность венчурного предприятия.

К венчурным предприятиям обычно относятся небольшие предприятия, деятельность которых связана с большой степенью риска продвижения их продукции на рынке. Это предприя-

тия, разрабатывающие новые виды продукции, которые ещё неизвестны потребителю, но имеют большой рыночный потенциал. Деятельность таких предприятий с позиции предпринимателя может рассматриваться как отдельный венчурный проект.

Таким образом, механизм венчурных инвестиций имеет ряд особенностей. К ним можно отнести, в частности, ориентацию инвесторов на прирост капитала, а не на дивиденды на капитал. Поскольку венчурная фирма начинает размещать свои акции на фондовом рынке через три - семь лет после инвестирования, венчурный капитал имеет длительный срок ожидания рыночной реализации и величина его прироста выявляется лишь при выходе фирмы на фондовый рынок. Соответственно и учредительская прибыль, являющаяся основной формой дохода на венчурный капитал, реализуется инвесторами после того, как акции фирмы начнут котироваться на фондовом рынке. Для венчурного капитала характерно распределение риска между инвесторами и инициаторами проекта. В целях минимизации риска венчурные инвесторы распределяют свои средства между несколькими проектами. Данные инвесторы, как правило, стремятся участвовать в управлении фирмой, так как они заинтересованы в эффективном использовании вложенных средств.

3.8. Возможности мобилизации внутренних ресурсов для инвестиционной стратегии

Мобилизация внутренних ресурсов обеспечивается за счет потенциала предприятия, планирующего осуществление инвестиционной стратегии. Данный механизм предполагает использование собственных средств — уставного (акционерного) капитала, а также потока средств, формируемого в ходе деятельности предприятия, прежде всего, чистой прибыли и амортизационных отчислений. При этом формирование ресурсов, предназначенных для инвестиционной стратегии, должно носить строго целевой характер, на основе самостоятельного бюджета.

Успешная мобилизация внутренних ресурсов для инвестиционной стратегии должна обеспечить:

- оптимизацию структуры ресурсного потенциала;
- обеспечение достаточности ресурсного потенциала;

– снижение капитальных затрат и риска проекта.

Одним из распространённых методов мобилизации ресурсов является проведение эмиссии акций, используемой для реализации масштабных инвестиционных проектов, инвестиционных программ развития, отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности. Применение этого метода в основном для финансирования крупных проектов объясняется тем, что расходы, связанные с проведением эмиссии, перекрываются значительными объёмами привлечённых ресурсов.

Эмиссия акций как метод привлечения дополнительных ресурсов имеет ряд преимуществ:

- она позволяет обеспечить формирование необходимого объёма ресурсов в начале реализации инвестиционного проекта, а также отсрочить выплату дивидендов до наступления того периода, когда проект начнёт генерировать доходы;

- выплаты за пользование привлечёнными ресурсами не носят безусловный характер, а осуществляются в зависимости от финансового результата акционерного общества (можно не выплачивать дивиденды);

- использование привлечённых инвестиционных ресурсов имеет существенные масштабы и не ограничено по срокам (отсутствуют точные сроки возврата);

- привлечение больших средств, чем, в кредитовании,

- продажа акции повышает кредитоспособность фирмы.

Вместе с тем данный метод финансирования инвестиционных проектов имеет ряд существенных ограничений. Так, инвестиционные ресурсы акционерное общество получает по завершении размещения выпуска акций, а это требует времени, дополнительных расходов, доказательств финансовой устойчивости предприятия, информационной прозрачности и т.д.

Процедура дополнительной эмиссии акций сопряжена с регистрацией, прохождением листинга, значительными операционными издержками. При прохождении процедуры эмиссии компании-эмитенты несут затраты на оплату услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые выполняют функции андеррайтера и инвестиционного консультанта, а также на регистрацию выпуска.

В соответствии с российским законодательством с эмитента взимается пошлина за государственную регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг, размещаемых путём подписки 0,2% номинальной суммы выпуска, но не более 100 000 тыс. руб. Следует также учитывать, что выпуск акций не всегда может быть размещён в полном объёме. Кроме того, после эмиссии акций компания должна проводить выплату дивидендов, периодически рассылать отчёты своим акционерам.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ:

1. Что такое «ресурсный потенциал» и в чем его роль для инвестиционной стратегии?
2. Назовите этапы оценки ресурсного потенциала предприятия.
3. Перечислите виды ресурсного потенциала предприятия.
4. Охарактеризуйте систему источников формирования ресурсного потенциала предприятий.
5. Что представляет собой планирование ресурсного потенциала предприятия?
6. Перечислите этапы мониторинга факторов инвестиционной стратегии.
7. Назовите особенности формирования ресурсного потенциала в условиях риска?
8. Охарактеризуйте индикативную базу стратегического планирования инвестиционной деятельности.
9. В чем состоят возможности мобилизации внутренних ресурсов для инвестиционной стратегии?
10. Каков механизм формирования ресурсного потенциала в условиях риска?
11. Чем определяется доля внешней ресурсной поддержки инвестиционной деятельности предприятий?
12. Назовите внутренние ресурсы инвестиционной стратегии.

ТЕСТЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

3.1 – Ресурсный потенциал инвестиционной стратегии - включает совокупность:

- а) средств, получаемых в качестве дохода от инвестирования;
- б) денежных и иных активов, используемых в целях инвестиций;
- в) затрат, возникающих при инвестировании средств;

г) активов, выбираемых для размещения средств.

3.2 – Преимуществами использования внутренних ресурсов для инвестиционной стратегии являются:

- а) простота и быстрота привлечения;
- б) сложность привлечения и оформления;
- в) сохранение управления в руках первоначальных учредителей;
- г) достаточно продолжительный период привлечения.

3.3 – Недостатками использования внешних ресурсов для инвестиционной стратегии считают:

- а) сложность привлечения и оформления;
- б) сохранение управления в руках первоначальных учредителей;
- в) более продолжительный период привлечения;
- г) снижение риска банкротства предприятия при их использовании.

3.4 – К формам реальных инвестиций имеющих низкий срок окупаемости относятся:

- а) техническое перевооружение;
- б) новое строительство;
- в) реконструкция;
- г) культурно-бытовое строительство.

3.5 – Какие фазы жизненного цикла инвестиций являются объектами стратегического планирования:

- а) преинвестиционная;
- б) инвестиционная;
- в) постинвестиционная;
- г) эксплуатационная;
- д) предпроизводственная.

3.6 – Для реализации небольших по объёму ресурсов инвестиционных стратегий используется следующие механизмы:

- а) лизинг;
- б) акционирование;
- в) полное самофинансирование;
- г) кредитное финансирование.

3.7 – Для реализации крупномасштабных по объёму ресурсов инвестиционных стратегий используется следующие механизмы:

- а) смешанное финансирование;
- б) кредитное финансирование;
- в) акционирование.

Задания для САМОКОНТРОЛЯ

Задание 3.1.

Оцените структуру ресурсного потенциала инвестиционной стратегии. Для финансирования капитальных вложений предприятие использовало в отчётном году следующие источники средств: собственные средства в сумме 1300 тыс. р.; средства амортизационного фонда в сумме 350 тыс. р.; нераспределённая прибыль в сумме 170 тыс. р.; банковские кредиты в сумме 2100 тыс. р.; бюджетные средства в сумме 210 тыс. р.

Таблица 4 – Источники финансирования инвестиций

№	Наименование источника финансирования	За отчётный год	
		тыс. руб.	% к итогу
01	Собственные источники, всего		
02	Амортизация		
03	Нераспределённая прибыль		
04	Прочие собственные источники		
05	Заёмные источники		
06	Бюджетные ассигнования		
07	Всего источников:		100

Задание 3.2.

Определите потребность в инвестиционных ресурсах для реализации производственного проекта. Предприятие планирует осуществить строительство нового цеха стоимостью 1 млн. 900 тыс. руб. Состояние оборотных активов и кредиторской задолженности в строительстве характеризуется данными, представленными в таблице 7.

Таблица 7 – Данные о состоянии источников ресурсов

Показатель	Вариант			
	1-й	2-й	3-й	4-й
Оборотные активы на начало года	240	240	240	240
Кредиторская задолженность на начало года	80	80	80	80
Оборотные активы на конец года	180	160	260	270
Планируемая кредиторская задолженность на конец года	60	100	70	90

Глава 4

Аналитический инструментарий инвестиционных стратегий

4.1. Классификация методов управления инвестициями

Анализ различных литературных источников позволил выявить четыре вида используемых регулирующих методов:

- 1) институциональные;
- 2) экономические;
- 3) административные;
- 4) социально-психологические, или мотивообразующие методы, и их различные комбинации.

1. Институциональные методы управленческого воздействия подразумевают создание и поддержку ряда институтов, которые необходимы для деятельности субъектов региональной инвестиционной системы и реализации инвестиционной стратегии региона. К таким методам относятся:

- создание региональных инвестиционных фондов, залогово-гарантийных, венчурных и инновационных фондов, страховых, аудиторских, лизинговых и консалтинговых компаний при участии администрации;
- оптимальное сочетание возможностей созданных федеральных и региональных элементов инвестиционной инфраструктуры, включающей сеть специализированных инвестиционных институтов;
- определение и наделение соответствующими полномочиями стратегических партнеров администрации в области разработки и реализации региональной инвестиционной стратегии (банков, страховых, лизинговых, аудиторских компаний и пр.);
- создание координирующего, межведомственного органа в области инвестиций;
- развитие информационно-рекламной инфраструктуры и реализации региональной инвестиционной стратегии. Данная

инфраструктура должна состоять из специализированных фондов, информационных и рекламных агентств, и пр.

Перед тем, как приступить к созданию таких институтов, следует оценить актуальность этой задачи именно для данного момента времени в конкретном регионе. Вероятнее, что наиболее правильным будет опереться на уже существующие организации и оказывать им определенную поддержку, либо сотрудничать с международными финансовыми структурами и фирмами, заинтересовывать их в создании своих представительств или филиалов на местах.

2. Экономические методы управленческого воздействия учитывают многообразие интересов и мотивов деятельности различных субъектов регионального инвестиционного рынка, а так же создают условия, которые способствуют выбору ими экономического поведения. Такие методы многочисленны и разнообразны, они могут быть: формализованными, и не формализованными, прямыми и косвенными. Экономические методы влияют не только на выбор субъектами управления вариантов действий, но и на процессы формирования ими целей инвестиционной деятельности. Все они предусматривают использование налоговых, кредитно-денежных, бюджетных, антимонопольных и прочих инструментов.

3. Административные методы управленческого воздействия основываются на силе и авторитете органов власти, они не связаны с созданием дополнительных материальных стимулов для их реализации, включают весь комплекс принятия нормативно-правовых документов, регулирующих, а так же создающих правовые условия деятельности субъектов региональной инвестиционной системы. К ряду преимуществ административных методов можно отнести целенаправленное и оперативное решение наиболее острых противоречий в инвестиционной сфере, обеспечение общегосударственных и региональных приоритетов инвестирования в стратегически важных отраслях экономики. По характеру воздействия административные методы являются прямыми.

Данные методы представляют собой комплекс обязательных для исполнения требований и распоряжений органов власти по отношению к субъектам региональной инвестиционной си-

стемы; могут значительно ограничивать свободу экономического выбора или исключать ее. Управленческое воздействие на интересы субъектов осуществляется непосредственно с помощью разрешения, запрета или принуждения. Но и в, то, же время регламентация, характерная для прямых методов, лишает субъектов региональной инвестиционной системы той свободы действий, которая в конкурентной среде способствует стимулированию инициативы, стремлений к совершенствованию, естественному выживанию сильнейших и отмиранию неконкурентоспособных предприятий.

4. Социально-психологические методы заключаются в обеспечении согласования интересов субъектов региональной инвестиционной системы. Субъекты инвестирования активно взаимодействуют на разных этапах инвестиционного процесса, преследуя различные цели и отражая собственные специфические интересы, что обуславливает многомерность инвестиционного процесса. Основным движущим мотивом целенаправленной деятельности субъектов является возможность достижения положительного эффекта в конкретной сфере деятельности.

Например, инвесторы, как правило, заинтересованы в увеличении инвестируемого капитала, реципиенты — в повышении эффективности производства, и как следствие — в росте прибыли. Интересы государства и региона заключаются в расширении налогооблагаемой базы и получении больших финансовых средств для решения социально-экономических проблем. Только при совпадении в долгосрочной перспективе интересов всех взаимодействующих субъектов инвестиционной деятельности возможна активизация инвестиционных процессов и улучшение инвестиционного климата в конкретно взятом регионе. При расхождении интересов нельзя достигнуть эффективного воздействия на факторы управления, а, следовательно, невозможно достичь поставленной цели.

Все рассмотренные группы методов необходимо использовать в качестве взаимодополняющих. Их соотношение должно определяться уровнем развития региона, а так же особенностями региональной инвестиционной стратегии в конкретный период.

4.2. Анализ стоимости денег как инструмент финансового обоснования инвестиционной стратегии

Стоимость денег с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли на финансовом рынке, в качестве которой выступает норма ссудного процента.

Иными словами, в соответствии с этой концепцией одна и та же сумма денег в разные периоды времени имеет разную стоимость и в настоящее время она всегда выше, чем в любом будущем периоде. Концепция стоимости денег во времени играет важную роль в практике инвестиционных вычислений.

Оценка стоимости денег с учетом фактора времени требует рассмотрения понятий простой и сложный процент.

Простой процент — это сумма дохода, начисляемого к основной сумме капитала в каждом интервале, по которой дальнейшие расчеты платежей не осуществляются. Начисление простого процента применяется, как правило, при краткосрочных инвестиционных операциях.

Сложный процент — это сумма дохода, начисляемого в каждом интервале, которая не выплачивается, а присоединяется к основной сумме капитала и в последующем платежном периоде сама приносит доход. Начисление сложного процента применяется, как правило, при долгосрочных инвестициях.

Стоимость денег во времени характеризуется понятиями, будущая и настоящая стоимость.

Будущая стоимость денег — сумма инвестированных в настоящий момент денежных средств, в которую они превратятся через определённый период времени, с учётом определённой ставки процента (процентной ставки).

Будущая стоимость денег определяется по формуле 4.1.

$$FV = PV \times (1+d)^n \quad (4.1)$$

где FV –будущая стоимость денег;

PV –настоящая стоимость денег;

d –ставка дисконта;

$(1 + d)^n$ -множитель наращения.

Настоящая стоимость денег — сумма будущих денежных средств, приведенных с учетом определенной ставки процента (процентной ставки) к настоящему периоду времени.

Для определения настоящей стоимости денег используется формула 5.2.:

$$PV = FV \times \frac{1}{(1+d)^n}, \quad (4.2)$$

где $\frac{1}{(1+d)^n}$ - дисконтный множитель.

Процесс, в котором заданы исходная сумма и ставка (процентная или учетная), в финансовых вычислениях называется **процессом наращения**, искомая величина — **наращенной суммой**, а используемая в операции ставка — **ставкой наращения**. Процесс, в котором заданы ожидаемая в будущем к получению (возвращаемая) сумма и ставка, называется **процессом дисконтирования**, искомая величина — **приведенной суммой**, а используемая в операции ставка — **ставкой дисконтирования**. В первом случае речь идет о движении денежного потока от настоящего к будущему, во втором — о движении от будущего к настоящему. Таким образом, **можно выделить два понятия**.

Дисконтирование стоимости — процесс приведения будущей стоимости денег к их настоящей стоимости путем изъятия из их будущей суммы соответствующей суммы процентов (называемой дисконтом). Для целей таких расчётов используется таблица дисконтирования, представленная в таблице 4.2.

Наращение стоимости (компаундинг) — процесс приведения настоящей стоимости денег к их будущей стоимости в определенном периоде путем присоединения к их первоначальной сумме начисленной суммы процентов.

Принятие решений по инвестиционным проектам во многом зависит от финансовых рисков. В связи с этим принципиальное значение приобретает выбор ставки дисконтирования денежных потоков как основы, учитывающей все возможные отклонения, оценки проекта.

С математической точки зрения ставка дисконта — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов (их может быть несколько) в единую величину

текущей (сегодняшней) стоимости. В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования.

Иными словами, **ставка дисконта** — это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки. Ставка дисконтирования отражает сложившуюся экономическую ситуацию, в которой осуществляются капиталовложения. Если рассматривать ставку дисконта с позиций компании как самостоятельного юридического лица, обособленного и от собственников, и от кредиторов, то можно определить ее как стоимость привлечения капитала из различных источников. **Цена капитала** — сумма средств, которую надо уплатить за использование определённого объёма финансовых ресурсов. Различают цену авансированного капитала (средневзвешенную цену вложенных денежных средств) и цену капитала для формирования инвестиционного бюджета (средневзвешенную цену новой денежной единицы).

В качестве **ставки дисконтирования может быть принята просто средняя ставка по банковским депозитам**, если речь идет об оценке будущего финансового результата. При оценке нового инвестиционного проекта с использованием внешнего заимствования ставкой будет стоимость заемного капитала или минимально приемлемая доходность средневзвешенной стоимости капитала. Если для финансирования капиталовложений у компании имеются собственные средства, тогда в качестве ставки дисконтирования принимается средняя ставка по кредитам.

Ставки дисконта определяются различными методиками. Наиболее распространёнными из них являются:

- метод кумулятивного построения;
- модель оценки капитальных активов;
- модель средневзвешенной стоимости капитала.

Первые две модели используются при расчете денежного потока для собственного капитала. Ставка дисконта рассчиты-

вается, исходя из требуемой собственником ставки отдачи на вложенный капитал.

Модель оценки капитальных активов (capital asset pricing model CAPM) в расчёте ставки дисконтирования разбивает её на две составляющие: отдачу от безрисковой инвестиции и дополнительную отдачу для компенсации за неопределенность, связанную с инвестированием в данную компанию. Ставка дисконта находится по формуле 4.3.:

$$K_j = R_q + \beta_j \times (K_m - R_q), \quad (4.3)$$

где K_j – требуемая норма прибыли ценной бумаги;

K_m – ожидаемая прибыль портфеля;

β_j – коэффициент бета;

R_q – безрисковая рыночная ставка.

В качестве безрисковой ставки дохода R_f в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (векселям или облигациям). Считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам. Но, как показывает практика, государственные ценные бумаги в условиях России не воспринимаются как безрисковые.

При методе кумулятивного построения ставка дисконтирования выводится суммированием нескольких составляющих. Данный метод раскрывает зависимость между величиной ставок дохода и уровнем риска, связанного с теми или иными инвестициями. Подобно методу CAPM за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам. К ней прибавляются дополнительные премии, связанные с риском инвестирования именно в данную компанию, вносятся поправки на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании.

Кумулятивный подход ставки дисконта рассчитывается в два этапа:

- 1) определяется соответствующая безрисковая ставка;
- 2) оценивается величина соответствующих премий за риск инвестирования в данную компанию.

4.3. Стратегический риск-анализ инвестиционной деятельности

Под риском понимается вероятность возникновения убытков или недополучения доходов по сравнению с прогнозируемым вариантом. Чем больше диапазон колебания возможных результатов, тем выше риск. Иными словами, чем выше вероятность возникновения убытков, тем выше риск. В свою очередь, чем выше риск вложений, тем большую доходность должны приносить такие инвестиции. Инвесторы стремятся к тому, чтобы иметь наименьший риск при данном уровне доходности актива или обеспечить максимальную доходность при определённом уровне риска.

Начальный этап управления рисками проекта представляет собой выявление неопределённостей, присущих его денежным потокам. Неопределёнными могут быть: объем реализации в натуральном выражении; цена продаж; составляющие себестоимости; используемый в расчётах дисконт и т.д.

Существуют следующие **методы оценки риска**.

Экспертные методы оценки применяются в том случае, если у предпринимательской организации отсутствуют необходимые информативные данные для осуществления расчетов или сравнений. Указанные методы основываются на опросе квалифицированных специалистов в области финансов, страхования, с последующей математической обработкой результатов проведенного опроса. Экспертные методы оценки широко используются при определении уровня вероятности возникновения инфляционного, инвестиционного, валютного и других рисков.

Экономико-статистические методы оценки позволяют получить наиболее полное количественное представление об уровне риска, поэтому достаточно часто используются в практике финансового менеджмента. К неудобствам данного метода можно отнести необходимость наличия достаточно обширной статистической информации. При оценке вероятности данным методом рассчитывают среднее ожидаемое значение результата, среднеквадратическое отклонение, коэффициент вариации. На основе статистических методов вероятность возникновения рис-

ков оценивается по каждой финансовой операции, рассматриваемому инвестиционному проекту и т.п.

Среднее ожидаемое значение события является средневзвешенной величиной из всех возможных результатов, исходя из вероятности наступления каждого результата, в данном случае имеем:

$$\bar{x} = \sum_{i=1}^n p_i x_i, \quad (4.5)$$

где $\bar{x}$ – среднее ожидаемое значение;

x_i – абсолютное значение i -го результата;

p_i – вероятность наступления i -го результата;

n – число вариантов исхода события.

Другими показателями оценки риска являются величины изменчивости (колеблемости) возможного результата — **среднее квадратическое отклонение** действительных результатов от среднего ожидаемого значения и **дисперсия**, которые определяются по формулам:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}; \quad (4.6)$$

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n \|x_i - \bar{x}\|^2}{n} \quad (4.7)$$

где σ — среднее квадратическое отклонение;

σ^2 – дисперсия.

Остальные обозначения соответствуют принятым ранее. Дисперсия и среднее квадратическое отклонение характеризуют абсолютную колеблемость возможных финансовых результатов.

Для сравнительной оценки наиболее пригодны показатели относительной колеблемости: коэффициент вариации и бета-коэффициент.

Коэффициент вариации определяется по формуле 4.8.

$$V = \frac{\sigma}{\bar{x}} . \quad (4.8)$$

Выявление, учет, анализ, оценка и планирование возможных потерь составляют суть управления финансовыми рисками. Известно, что в крупных западных компаниях на выполнение этих функций финансовые менеджеры затрачивают до 45% рабочего времени. С точки зрения своевременности принятия решения по упреждению возможных потерь различают следующие формы управления рисками: активная, адаптивная, консервативная (пассивная).

Анализ чувствительности (его еще называют сенситивным анализом) позволяет определить, насколько изменятся показатели чистой текущей стоимости проекта (NPV) и его внутренней нормы рентабельности (IRR) в ответ на изменение одной из переменных проекта при условии, что все остальные величины проекта не меняются. По содержанию, анализ чувствительности начинается с построения базового варианта денежного потока инвестиционного проекта, рассчитанного на основе ожидаемых значений переменных величин. Рассчитываются NPV и IRR базового варианта. Затем делаются предположения об изменении переменных величин.

Метод сценариев предполагает проведение анализа поведения денежных потоков инвестиционных проектов при одновременном изменении **нескольких переменных проекта**. Данный метод помогает при отборе проектов или каких-либо вариантов. Анализ предполагает построение, как минимум, трех вариантов сценариев инвестиционного проекта: оптимистичного, пессимистичного и наиболее вероятного. Анализ сценариев дает возможность более полно оценить риск инвестиционного проекта по сравнению с анализом чувствительности. Однако использование данного метода ограничено рассмотрением только нескольких конкретных сценариев проекта.

К методам управления рисками относятся: страхование; резервирование (самострахование); хеджирование (заключение уравнивающей сделки; распределение; диверсификация; управление активами и пассивами; избежание риска.

Для учёта риска в инвестиционных проектах используются следующие способы:

- включение премии за риск в норму дисконта;
- расчёт проекта и сравнение нормы дисконта, увеличенной на премию за риск;
- применение в качестве нормы дисконта цены капитала;
- установление нормы дисконта с учётом типа проекта, а именно на замещение мощностей (малый риск), на техническое перевооружение (средний риск), на освоение новых видов продукции, новых рынков (высокий риск).

Центральное место в оценке инвестиций занимает оценка финансовой реализуемости проектов, которую часто **называют капитальным бюджетированием**. Качество любого принятого решения будет зависеть от правильности оценок затрат и поступлений, представленных в виде денежных потоков.

Что бы получить представление о потоках денежных средств (cash flow), в ходе оценки сопоставляют **ожидаемые расходы и возможные поступления средств** (оттоки и притоки). **Ожидаемые затраты** - это расходы на приобретение оборудования и материалов и эксплуатационные расходы.

Расходы на приобретение включают в себя денежные средства, которые направляются на получение права собственности, а также любые другие расходы, связанные с продолжением жизни активов.

Эксплуатационные расходы — это периодические (обычно ежегодные) издержки, связанные с использованием фондов (активов) и являющиеся обычными повторяющимися расходами, тогда как капитальный ремонт таковыми расходами не является.

Выгоды от инвестиций можно рассматривать в качестве источника денежных средств. Они включают в себя: снижение издержек производства; дополнительные доходы; экономию на налогах; денежные средства от продажи активов; подлежащих замене и предполагаемую ликвидационную (остаточную) стоимость новых активов в конце срока их службы. Оценки будущей ликвидационной (остаточной) стоимости достаточно сложны и

ненадежны и не должны использоваться для обоснования эффективности капиталовложений.

Многие компании ошибочно включают в стоимость проектов, которые подлежат оценке, предварительные денежные расходы (например, расходы на научные исследования и разработки), произведенные до того, как капиталовложение осуществлено. Если компания делает какие-то денежные расходы, независимо от того, будут или не будут произведены те или иные капиталовложения, то в ходе анализа такие расходы не следует рассматривать как дополнительные затраты.

Для того, чтобы определить финансовую реализуемость проекта нужно исходную инвестицию сравнить с потоком ожидаемых поступлений. Сравнение производится на основе составления отчёта о движении денежных средств, что позволяет получить реальную картину состояния средств на предприятии и определить их достаточность для конкретного проекта.

4.4. Инфляционно-ориентированный анализ инвестиций

Под темпом инфляции понимается размер обесценения (снижения покупательной способности) денег в определенном периоде, выраженный приростом среднего уровня цен в процентах к их номиналу на начало периода.

Индекс инфляции представляет собой показатель, характеризующий общий рост уровня цен в определенном периоде, определяемый путем суммирования базового их уровня на начало периода (принимаемого за единицу) и темпа инфляции в рассматриваемом периоде (выраженного десятичной дробью).

Для оценки стоимости инвестиций используются два типа ставок: номинальные и реальные.

Номинальная процентная ставка - это ставка процента, устанавливаемая без учета изменения покупательной стоимости денег в связи с инфляцией (или общая процентная ставка, в которой не элиминирована ее инфляционная составляющая).

Реальная процентная ставка - это ставка процента, устанавливаемая с учетом изменения покупательной стоимости денег в рассматриваемом периоде в связи с инфляцией.

Для учета фактора инфляции также используется категория инфляционная премия. **Под инфляционной премией понимается** дополнительный доход, выплачиваемый (или предусмотренный к выплате) инвестору с целью возмещения финансовых потерь от обесценения денег в связи с инфляцией. Уровень этого дохода обычно приравнивается к темпу инфляции.

Переход от номинальной ставки к реальной (безинфляционной) осуществляется по формуле 4.9. **(формула Фишера):**

$$R_p = \frac{R_n - i}{1 + i}, \quad (4.9)$$

где R_p – реальная ставка дохода;

R – номинальная ставка дохода;

i – темп (процент) инфляции.

Для реального (очищенного от инфляционной составляющей) денежного потока используется реальная ставка дисконта. Для номинального (учитывающего инфляционные ожидания) денежного потока применяют номинальную ставку дисконта. Для денежного потока (для собственного капитала) используют ставку дисконта для собственного капитала. Для денежного потока (для инвестированного капитала) используют в качестве ставки дисконта – средневзвешенная стоимость капитала.

Ниже представлен пример оценки инвестиционного проекта с учётом инфляции.

4.5. Статическая и динамическая оценка инвестиций

Современные критерии оценки экономической эффективности инвестиций подразделяются на простые (статические) и сложные (динамические).

Простые критерии не предполагают дисконтирование денежных потоков и основаны на учетных оценках. Они оперируют отдельными точечными значениями показателей, не учитывают всю продолжительность жизненного цикла проекта и

неравнозначность денежных потоков. Такие методы используются зачастую на предварительных стадиях анализа проекта. К простым критериям относятся: **простая норма прибыли; срок окупаемости проекта; чистый доход от проекта; индекс доходности проекта; максимальный денежный отток** (потребность в финансировании).

Проста норма прибыли (ARR) позволяет оценить, какая часть инвестиционных затрат возмещается в виде прибыли в течение одного интервала планирования. Для расчета простой нормы прибыли используется формула 4.10:

$$ARR = \text{годовая норма прибыли} / \text{объем инвестиционных затрат} \quad (4.10)$$

Путем сравнения расчетной величины простой нормы прибыли с минимальным и средним уровнем доходности можно сделать вывод о целесообразности данного проекта.

Индекс доходности – это отношение суммы денежных притоков к сумме денежных оттоков. При расчете индекса доходности могут учитываться все капиталовложения за период или только первоначальные инвестиции.

Срок окупаемости – это весь объем генерируемых проектом денежных средств, куда входят, сумма чистой прибыли и амортизации, направляется на возврат первоначально инвестированного капитала, т.е. период в течение, которого проект будет работать на себя. Данный показатель используется в случаях низкой инфляции, низкого уровня риска проекта, если годовая прибыль будет приблизительно одинаковой в течение всего срока реализации проекта и т.д. Показатель срока окупаемости вместе с внутренней нормой доходности является одним из основных для оценки государственных инвестиций. Срок окупаемости можно рассчитать следующими способами:

1) на основе среднегодовой величины денежных поступлений, по формуле 4.11:

$$PP = \frac{\text{исходные инвестиции}}{\text{чистый денежный поток проекта}} \quad (4.11)$$

Разница между денежными поступлениями и оттоками это и есть чистый денежный поток, т.е. **чистый доход**.

2) На основе наращения денежных средств по годам до достижения величины первоначальных инвестиций.

Метод можно использовать, когда перед руководством стоит проблема ликвидности, а не прибыльности проекта — главное, чтобы инвестиции окупались как можно скорее. Зачастую инвестиции сопряжены с высокой степенью риска, поэтому, чем короче срок окупаемости, тем менее рискован проект.

Основными недостатками простых методов оценки эффективности инвестиционных проектов является то, что они не учитывают: различие стоимости денег во времени; неравномерность денежных поступлений в течение расчётного периода; получение денежных поступлений по окончании срока окупаемости. Таким образом, на основе простых методов не могут быть адекватно оценены проекты с растущими и снижающимися поступлениями денежных средств, поскольку период окупаемости не эластичен к различным вариантам денежных потоков. Расчёт сроков окупаемости рассмотрим на примере 4.4.

Таким образом проект «А» выгоднее, так как он имеет немного короткий срок окупаемости.

Сложные методы являются динамичными и предполагают дисконтирование денежных потоков. Зачастую для получения верной оценки инвестиционной привлекательности проекта, связанного с долгосрочным вложением денежных средств, необходимо адекватно определить, насколько будущие поступления оправдывают сегодняшние затраты. Используя сложные методы, в расчёт принимаются реальные денежные потоки (дисконтированные), а не условные бухгалтерские величины. К сложным методам относятся: чистая текущая стоимость проекта (NPV), индекс доходности (рентабельности) дисконтированных инвестиций (PI), внутренняя норма доходности (IRR), дисконтированный срок окупаемости (DPP).

Чистая текущая стоимость проекта (NPV) — это критерий, основанный на сопоставлении величины исходной инвестиции с общей суммой дисконтированных денежных поступлений. Поскольку приток денежных средств распределён во времени, он дисконтируется с помощью ставки — **(*r*)**, устанавливаемой аналитиком самостоятельно, исходя из ежегодного процента возврата, который он желает или может иметь на ин-

вестируемый капитал. В итоге делается прогноз, что инвестиция — (ИС) будет генерировать в течение n лет годовые доходы в размере $P_1, P_2, \dots, P_n$.

Показатель чистой текущей стоимости проекта отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала в случае принятия рассматриваемого проекта, причем оценка делается на момент окончания проекта, но с позиции текущего момента времени. Этот показатель аддитивен во временном аспекте, т.е. его можно суммировать. При расчете NPV используется постоянная ставка дисконтирования, однако при изменении уровня учетных ставок могут использоваться индивидуализированные по годам значения ставки. Недостатком данного метода является то, что он не позволяет сравнивать проекты с одинаковой величиной чистой текущей стоимости, но разной капиталоемкостью. В такой ситуации целесообразно рассчитывать показатель рентабельности инвестиций.

Индекс рентабельности инвестиций (PI) является, следствием расчёта NPV, для этого используется формула 4.14.

$$PI = \sum \frac{P_t}{(1+d)^t} : \sum \frac{I_t}{(1+d)^t} \quad (4.14)$$

Таким образом, если:

$PI > 0$ — принятие проекта целесообразно;

$PI < 0$ — проект следует отвергнуть, т.к. он убыточен;

$PI = 0$ — проект не является убыточным, и не приносит прибыли.

Индекс рентабельности является относительным показателем, он характеризует уровень доходов на единицу затрат, т.е. чем больше эффективность вложений значение этого показателя, тем выше отдача каждого рубля, инвестированного в данный проект. Благодаря этому критерий (PI) очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения NPV, либо при комплектовании портфеля инвестиций с целью максимизации суммарного значения NPV.

Внутренняя норма доходности характеризует уровень доходности определённого инвестиционного объекта, выражае-

мого нормой дисконта, при этом будущая стоимость денежного потока от инвестиций равна текущей стоимости инвестируемых средств. На практике внутренняя норма прибыли представляет собой такую ставку дисконта — (**r**), при которой (**NPV**), равен нулю, т.е. $IRR = r$, при котором $NPV = 0$. Если обозначить $IC = P_0$, то IRR можно представить в виде формулы 4.15.

$$\sum \frac{P_t}{(1+IRR)^t} = 0 \quad (4.15)$$

Расчёт внутренней нормы доходности производится различными способами:

При равномерных денежных поступлениях в течение расчётного периода — с использованием справочной таблицы коэффициентов расчета текущей стоимости для аннуитета.

При неравномерных денежных поступлениях в течении расчётного периода — на основе метода последовательных итераций с использованием табулированных значений дисконтирующих множителей, специальных компьютерных программ или на основе метода линейной интерполяции.

Используя метод линейной интерполяции, внутренняя норма доходности рассчитывается по следующему алгоритму:

- выбираются два значения нормы дисконта и рассчитываются NPV ;
- при одном значении NPV должно быть ниже нуля, при другом — выше нуля;
- значения коэффициентов и самих NPV подставляются в следующую формулу 4.16.

$$IRR = d_1 + \frac{NPV_1}{NPV_1 - NPV_2} \times (d_2 - d_1) \quad (4.16)$$

где d_1 - норма дисконта, при которой NPV положительное;

NPV_1 - положительная величина NPV ;

d_2 - норма дисконта, при которой NPV отрицательное;

NPV_2 - отрицательная величина NPV .

Таким образом, если:

$IRR > r$ - проект имеет положительное NPV и его принятие целесообразно;

$IRR < r$ - проект имеет отрицательное NPV и его следует отвергнуть, так как он принесет убыток;

$IRR = r$ - NPV проекта равен нулю и он не является убыточным, но и не приносит прибыли.

Внутренняя норма доходности показывает ожидаемую доходность проекта и, следовательно, максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Данный показатель отражает минимальную доходность, которую может обеспечить проект оставаясь безубыточным. Если проект полностью финансируется за счет кредита коммерческого банка, то значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным. Таким образом, внутренняя норма доходности служит основой для установления требуемой нормы доходности (ставки дисконта) при выборе проектов.

Дисконтированный срок окупаемости (DPP) – это критерий, основанный на определении продолжительности периода от начального момента до момента окупаемости с учетом дисконтирования. Моментом окупаемости с учетом дисконтирования является тот период времени после которого, чистый дисконтированный доход становится положительным.

Для оценки эффективности инвестиционных проектов с государственным участием используются критерии:

- 1) чистый дисконтированный доход бюджета (ЧДДб);
- 2) внутренняя норма доходности бюджета (ВНДб);
- 3) индекс доходности бюджета (ИДб);
- 4) срок окупаемости бюджетных затрат (СОб).

Такие показатели рассчитываются аналогично показателям ВНД (IRR), ИД (PT) и СО (PP).

Выбор нужного критерия может при определённых условиях «помочь обосновать» то или иное инвестиционное решение. Основным критерий – NPV показывает, как возрастёт стоимость компании при реализации проекта. Если денежные средства неограниченны, то выполняются проекты с положительным

NPV. При ограниченном бюджете капиталовложений, решающим индикатором является индекс доходности.

При наличии нескольких альтернативных проектов наиболее эффективным из них, с точки зрения некоторого участника проекта, следует считать тот, который обеспечивает для этого участника максимальное значение ожидаемого NPV и это значение — неотрицательно. При этом, для всех сравниваемых проектов момент приведения должен быть одним и тем же.

Проекты с положительным значением NPV позволяют инвестору увеличить первоначально авансированный капитал.

Важным достоинством данного показателя является **аддитивность**, т.е. возможность суммирования его значений по разным проектам. Чистый дисконтированный доход выступает важнейшим критериальным оценочным показателем, поскольку он, определяя меру интегрального эффекта, дает общую характеристику результата инвестирования.

Не рекомендуется отбирать среди альтернативных проектов наиболее эффективный по наилучшему значению таких показателей, как IRR, срок окупаемости и т.д. Выбранное решение может не совпадать с наилучшим по критерию максимума NPV. Расчет этих показателей необходим не столько для выбора наиболее эффективного проекта, сколько для его анализа. Если один или несколько из рассматриваемых показателей принимают значения, не характерные для проектов данного типа, свидетельствующие о неустойчивости проекта или выходящие за границы приемлемости, то необходимо выяснить причины этих отклонений или скорректировать исходную информацию и уточнить выбор наилучшей альтернативы.

Внутренняя норма доходности (IRR), при сравнительной оценке эффективности инвестиций, должна использоваться только в сопоставлении с другими показателями, прежде всего, показателем чистого дисконтированного дохода, который, обладая высокой устойчивостью при различных комбинациях исходных условий, позволяет найти целесообразное инвестиционное решение. При различных параметрах сравниваемых инвестиционных проектов внутренняя норма доходности не может быть основой для их ранжирования, так как такой подход не обеспечивает максимизации чистого приведенного дохода.

Единичный проект является частным случаем независимых проектов. В этом случае NPV, PI, IRR дают одинаковые рекомендации, т.е. проект, приемлемый по одному из показателей, будет приемлемым и по другим. Но очень часто инвестору приходится выбирать из нескольких инвестиционных проектов.

Несмотря на отмеченную взаимосвязь среди показателей NPV, PI и IRR при оценивании альтернативных инвестиционных процессов проблема выбора критериев остается. Основная причина этого в том, что NPV— абсолютный показатель, а PI и IRR— относительные. При наличии нескольких взаимоисключающих инвестиционных проектов, оценки эффективности проектов на основе методов NPV и IRR могут не совпадать.

При ограничении на суммарные капиталовложения и отсутствии взаимного финансирования, проекты отбираются на основе графика инвестиционных возможностей и графика текущих активов.

График системы допустимости представляет собой изображение инвестиционных проектов, расположенных в действиях снижения внутренней нормы доходности (IRR).

Поскольку обычно возможности фирмы в отношении привлечения источников финансирования всегда ограничены, построение графика позволяет комплектовать инвестиционный портфель с учётом ограничения по общему объёму инвестиций, отбирая в него проекты с наибольшим резервом безопасности. При построении графика принимаются во внимание лишь проекты, для которых IRR превышает средневзвешенную стоимость капитала (WACC) или стоимость целевого источника.

График предельной стоимости капитала представляет собой графическое изображение средневзвешенной стоимости капитала как функции объёма привлекаемых ресурсов.

Для сравнения проектов с разными сроками используются следующие способы:

- предполагается, что короткие проекты после завершения могут быть реализованы не один раз.
- предполагается, что долгосрочный проект продаётся, а момент, когда завершается краткосрочный.
- сравниваются эквивалентные денежные потоки.

При выборе инвестиционных проектов часто на предприятиях допускаются следующие ошибки:

- отсутствие алгоритма определения приоритетности проектов, преобладание технологических критериев над финансово-экономическими, волюнтаристский подход при распределении финансовых ресурсов;

- проект рассматривается и утверждается без связи с альтернативными проектами, в компаниях часто не регламентирована процедура отбора проектов на конкурсной основе при ограниченных финансовых ресурсах;

- критерии эффективности часто не рассматриваются в комплексе, не предусматриваются многовариантные расчёты для определения чувствительности проекта к изменениям;

- основное внимание часто уделяется технической стороне проекта, а его финансовая эффективность обосновывается формально, «подгоняется» под желаемый результат.

4.6. Организация аналитической работы на предприятии

Организация аналитической работы на предприятии обязана отвечать ряду притязаний.

1. Проведение анализа должно входить в круг задач лица, принимающего управленческие решения.

2. Аналитическое изучение должно быть действенным, что достигается компьютеризацией аналитических расчетов.

3. Аналитическая работа на предприятии обязана быть регламентирована и унифицирована.

4. Выделение субъектов и объектов анализа. Субъектами анализа домашней работы на предприятии считаются их владельцы и отдельные знатоки.

5. Выбор организационных форм проведения анализа и рассредоточение обязательств между отдельными исследователями. Организационные формы анализа ориентируются составом и техническим уровнем управления (менеджмента предприятия). Финансовый тест заходит в прямые обязанно-

сти не лишь только финансовых, но и технических служб всех значений управления на предприятии.

6. Планирование аналитической работы. Аналитическая работа на предприятии обязана владеть планомерный нрав, для данных целей на предприятии оформляются полный проект (календарное расписание отдельных аналитических изучений в направление года) и направленные на определенную тематику намерения (планы проведения анализа по задачам, требующим глубокого изучения).

7. Информационное и методическое обеспечение анализа хозяйственной деятельности. Информационное обеспечение анализа - это система сбора и обработки данных, необходимых для проведения анализа. Информационное обеспечение должно быть необходимым и достаточным, полным, достоверным, своевременным, сопоставимым и рациональным. Информационное обеспечение анализа включает три этапа: разработку методологии сбора необходимой информации, создание информационного массива, преобразование информации в соответствии с программой исследования. Для проведения анализа хозяйственной деятельности используется не только экономическая, но и техническая, технологическая и другая информация.

8. Аналитическая обработка данных о ходе и результатах хозяйствования – это непосредственной анализ, наиболее ответственный этап работы аналитика. Организация обработки требует соответствующего методического обеспечения, определенного уровня подготовки лиц, которые занимаются анализом, их обеспеченности техническими и программными средствами проведения анализа хозяйственной деятельности.

9. Документальное оформление результатов анализа. Результаты аналитического исследования деятельности предприятия и его подразделений оформляют в виде документов (пояснительной записки, справки, заключения). Пояснительная записка должна содержать общие вопросы (экономический уровень развития предприятия, условия хозяйствования, результаты деятельности предприятия) и аналитическую часть (аналитические расчеты, аналитические и итоговые таблицы, графики, диаграммы, предложения по совершенствованию деятельности предприятия). В справке и заключении содержится

информация о выявленных недостатках (успехах), резервах и способах их освоения.

10. Контроль за внедрением в производство предложений, сделанных по результатам анализа, возлагается на руководителей и специалистов всех структурных подразделений предприятия.

Контрольные вопросы:

1. Как определяется будущая стоимость денег?
2. Что представляет собой ставка дисконтирования?
3. Как определяется приведённая стоимость денег?
4. Перечислите методы расчёта проектной дисконтной ставки.
5. Методы оценки фактора инфляции.
5. В чем состоит бюджетная эффективность и социальные результаты проекта?
7. В чем заключается рискованная ситуация?
8. Почему риск характерен для инвестиционной деятельности?
9. Какие чистые риски можно отнести к инвестиционным?
10. Какие виды потерь могут вызывать инвестиционные риски?
11. Почему инфляционный риск связывают не только с ростом цен, но и с их снижением?
12. В каких случаях для меры риска применяется дисперсия?
13. Почему нужно принимать во внимание цена хеджирования при планировании инвестиций?
14. Какие особенности процесса инвестирования обязаны принимать во внимание аспекты оценки проектов вложений?
15. Какие моменты идет по стопам принимать во внимание, оценивая проект?
16. Какие моменты воздействуют на величину цены капитала?

ТЕСТЫ

4.1 – Простыми методами оценки инвестиционных проектов являются расчёты показателей:

- а) ставка прибыльности проекта;
- б) простая норма прибыли;
- в) чистая настоящая стоимость;

- г) срок окупаемости вложений;
- д) внутренняя норма доходности.

4.7 – Период окупаемости - это:

- а) инвестиционный цикл;
- б) срок реализации проекта;
- в) период, когда затраты сравняются с доходом.

4.8 – Коэффициент дисконтирования применяется для

- а) расчёта увеличения прибыли;
- б) приведения будущих поступлений к их начальной стоимости;
- в) расчёта величины налогов.

4.9 – Период окупаемости проекта определяется:

- а) при превышении суммы дохода от инвестиций;
- б) при их равенстве;
- в) независимо от их величин.

4.10 – Внутренняя норма доходности проекта:

- а) зависит от ставки дисконтирования;
- б) не зависит от ставки дисконтирования;
- в) определяет ставку дисконтирования, при которой чистая текущая стоимость равна нулю.

4.11 – Сложные показатели оценки эффективности инвестиционного проекта содержат показатели:

- а) срок окупаемости проекта;
- б) внутренний уровень доходности;
- в) простая норма прибыли;
- г) чистая текущая стоимость;
- д) рентабельность инвестиций.

4.12 – Простые показатели оценки эффективности инвестиционного проекта содержат показатели:

- а) чистая текущая стоимость;
- б) рентабельность инвестиций;
- в) простая норма прибыли;
- г) внутренний уровень доходности;
- д) срок окупаемости.

4.13 – Простая норма прибыли это:

- а) отношение чистой прибыли к общим инвестиционным затратам;
- б) поток реальных денег от инвестиционной деятельности;
- в) отношение себестоимости выпускаемой продукции к общему числу инвестиционных затрат.

4.14 – Простая нормы прибыли сравнивает:

- а) текущую и будущую стоимость капитальных вложений;
- б) прибыль от продаж продукции и отчисления в разные фонды;
- в) доходность проекта и вложенный капитал;
- г) доходность различных жизненных этапов проекта;

4.15 – Показатель период окупаемости характеризует:

- а) оценку привлекательности инвестиционного проекта с точки зрения общего объёма капитальных вложений;
- б) период времени, в течение которого инвестиции будут возвращены за счёт доходов, от проекта.

ЗАДАНИЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

Задание 4.1.

Определите чистую приведённую стоимость инвестиционного проекта в условиях инфляции. Первоначальные затраты инвестиционного проекта равны 20 млн. руб., остаточная стоимость — 0, срок реализации проекта — 4 года. Ожидаемая прибыль после уплаты налогов в 1-й год 3,5 млн. р., 2-й год 6,5 млн. р., 3-й год 5,8 млн. р, 4-й год 4,2 млн. р. Альтернативные издержки по инвестициям равны 11%, ожидаемый годовой уровень инфляции — 9%.

Задание 4.2.

Сравните два инвестиционных проекта «А» и «Б» на основе статических критериев оценки: среднегодовой прибыли и срока окупаемости. Первоначальные инвестиции каждого проекта составляют 30 млн. руб. Чистый денежный поток проекта «А» составляет за 1-й год 14 млн. р, за 2-й год 16 млн. р. Чистый денежный поток проекта «В» составляет за 1-й год 9 млн. р, за 2-й год 10 млн. р., за 3-й год 11 млн. р. Остаточная стоимость каждого из проектов равна нулю.

Задание 4.3.

Рассчитайте внутреннюю норму доходности инвестиционного проекта промышленного предприятия. Согласно прогнозу денежных потоков по проекту «А» будет получено за 1-й год 3,4 млн. р, за 2-й год 4,2 млн. р., за 3-й год 5,1 млн. р.

Глава 5

Стратегии реальных инвестиций

5.1. Сущность и виды стратегий реальных инвестиций

Основу инвестиционной деятельности предприятий различных форм собственности составляют реальные инвестиции, которые преимущественно осуществляются в форме капитальных вложений.

Реальные инвестиции — это инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря и другие затраты. Как правило, к другим затратам относят инвестиции в оборотные средства, необходимые для обеспечения ввода в эксплуатацию и начало эксплуатации основных средств, а также вложения в нематериальные активы.

Таким образом, реальные инвестиции можно классифицируют по ряду признаков:

1. По назначению капитальные вложения делятся на:

(а) производственные, объектом которых являются основные активы производственного назначения (здания, сооружения, машины и оборудование, увеличение запасов сырья и т.д.);

(б) непроизводственные, т.е. инвестиции, направляемые на развитие социальной сферы (объекты соцкультбыта административно-территориального значения, объекты инфраструктуры, библиотеки, детские учреждения и т.д.).

2. По элементам вложения инвестиций выделяют:

(а) материальные вложения, под которыми понимают капитальные вложения в активы, имеющие материальное содержание, т. е. это расходы на строительство или реконструкцию зданий и сооружений, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, увеличение оборотных активов (прежде всего сырья и материалов);

(б) нематериальные вложения, т.е. инвестиции в активы интеллектуальной собственности, не имеющие материального содержания (имущественные права, патенты, лицензии и др.).

3. По технологической структуре инвестиции делят на:

- (а) осуществление строительно-монтажных работ;
- (б) покупку оборудования, инструмента, инвентаря;
- (в) прочие капитальные работы и затраты.

4. По направлениям использования или воспроизводственной структуре капитальных вложений, обеспечивают:

(а) экстенсивное развитие (новое строительство и расширение действующих предприятий);

(б) интенсивное развитие (реконструкция и техническое перевооружение).

5. По источникам финансирования обособляют:

(а) собственные капиталовложения, т.е. инвестиции, финансируемые за счет вкладов в уставный капитал, амортизационных отчислений и прибыли предприятия;

(б) привлечённые, т.е. инвестиции за счёт заёмных и бюджетных средств.

6. По степени централизации капиталовложения подразделяются на государственные, т. е. инвестиции за счет бюджетных средств государства, бюджетов регионов, средств министерств и ведомств и децентрализованные, т.е. инвестиции за счет собственных и заёмных средств предприятий.

7. По происхождению инвестиции подразделяются на отечественные и иностранные.

Важной характеристикой капитальных вложений является их технологическая, воспроизводственная, отраслевая и территориальная структура, позволяющая ценить пропорциональность распределения и относительную эффективность использования инвестиций на уровне страны в целом.

Технологическая структура капитальных вложений формирует соотношение между активной (машины и оборудования) и пассивной частью (здания и сооружения) основных фондов предприятия. Увеличение доли машин и оборудования способствует увеличению производственных мощностей предприятий, а следовательно, росту объёмов производства.

Воспроизводственная структура капитальных вложений отражает их распределение по направлениям развития и формам расширенного воспроизводства: (а) экстенсивное развитие, т. е. новое строительство и расширение действующих предприятий; (б) интенсивное развитие, т. е. реконструкция и техническое перевооружение действующих предприятий.

Итак, под **новым строительством** принято понимать возведение нового объекта с законченным технологическим циклом по типовому или индивидуально разработанному проекту, который после ввода в эксплуатацию будет иметь статус юридического лица. Как правило, к новому строительству прибегают в случае необходимости увеличения объемов производства в других регионах или странах или в целях осуществления диверсификации деятельности.

В результате расширения предприятия осуществляется возведение объектов производственного назначения на новых площадях в дополнение к действующим или расширение отдельных производственных зданий и помещений. Расширение осуществляется в том случае, если для размещения дополнительного или нового оборудования не хватает имеющихся производственных площадей.

Реконструкция — это ведение строительно-монтажных работ на действующих площадях без остановки основного производства с полной заменой морально устаревшего и физически изношенного оборудования. Реконструкция осуществляется обычно в целях освоения качественно новых видов продукции, внедрения ресурсосберегающих технологий и т.п., что приводит к увеличению производственных мощностей предприятия, повышению объемов и улучшению качества продукции.

Техническое перевооружение — это мероприятия, направленные на замену и модернизацию оборудования. При этом расширение и значительная реконструкция производственных площадей не осуществляется (удельный вес строительно-монтажных работ составляет порядка 10% от общей суммы инвестиций). Техническое перевооружение происходит путем внедрения новой техники и технологии, механизации и автоматизации производственных процессов, модернизации и замены устаревшего и физически изношенного оборудования новым.

Техническое перевооружение осуществляется с целью обеспечения роста производительности труда, объема и улучшения качества производимой продукции, а также совершенствования условий организации труда.

Так, в настоящее время предприятия самостоятельно выбирают, какую долю чистой прибыли направить на воспроизводство основных средств, а какую — на пополнение оборотных активов. Капитальные вложения отражаются в балансе предприятий по фактическим затратам для заказчика. Объекты капитального строительства, находящиеся во временной эксплуатации до ввода их в постоянную эксплуатацию, не включаются в состав основных средств, а входят в незавершённое строительство.

В сводные сметы расчётов стоимости строительства объектов включаются затраты на следующие цели: (а) строительные работы; (б) монтаж оборудования; (в) приобретение оборудования, требующего и не требующего монтажа; (г) прочие капитальные работы (проектно-изыскательские, буровые и иные, связанные со строительством). К законченному строительству относятся объекты, приём которых оформлен в установленном порядке актами приемки-передачи основных средств.

5.2. Политика финансирования реальных инвестиций

Политика финансирования реальных инвестиций означает составление планов движения фондов и потоков денежных средств, которые позволят осуществлять процесс капитальных вложений.

В зависимости от состава и содержания можно выделить **7 групп источников финансирования реальных инвестиций**.

1. Собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы инвестора, к ним относятся: прибыль; амортизационные отчисления; средства органов страхования, поступающие в возмещение потерь; прочие собственные средства.

2. Заёмные финансовые средства инвесторов. Это облигационные займы, банковские и бюджетные кредиты.

3. Привлечённые финансовые средства инвестора. Это средства, получаемые от продажи акций, паевые и иные взносы.

4. Денежные средства, централизуемые ассоциациями.

5. Инвестиционные ассигнования из бюджетов.
6. Внебюджетные фонды: пенсионный, страховой и др.
7. Иностранные инвестиции.

В итоге рассмотренные источники финансирования капитальных вложений находят своё отражение в понятии инвестиционные ресурсы.

Наиболее точным источником инвестиционных ресурсов для многих отечественных предприятий до сих пор остаются собственные средства. Зачастую на предприятиях для финансирования инвестиций, капитализируется прибыль, и накапливаются амортизационные отчисления. Однако для накопления собственных средств требуется значительное время, денежные средства на длительный срок изымаются из оборота, особенно на начальной стадии проектирования и строительства, что приводит к снижению рентабельности собственного капитала.

В общем, прибыль как источник финансирования инвестиционных ресурсов в наибольшей степени является подвижной и зависящей от результатов производственной и финансовой деятельности предприятия.

Можно рассудить что, с одной стороны, прибыль является важнейшим источником финансирования капитальных вложений, а с другой стороны, ее увеличение связано с ростом объемов производства, снижением себестоимости продукции и повышением ее качества. Увеличение прибыли может быть получено за счет повышения эффективности производства. Однако наиболее существенных результатов можно достичь при помощи капитальных вложений в обновление и модернизацию оборудования, применение прогрессивных технологий, выпуск новой конкурентоспособной продукции.

И так другим собственным источником инвестиционных ресурсов выступают **амортизационные отчисления**.

Однако можно сказать на отечественных предприятиях **доля амортизационных фондов в структуре финансирования не высока**, и это связано с рядом причин:

- 1) значимой инфляцией и обесценением средств
- 2) неумением большинства участников рынка использовать рыночные возможности, отсутствием традиций размещения сбережений для накопления и защиты от инфляции;

3) резкой нехваткой денежных средств на текущее потребление и невозможностью проводить накопления.

Но, если источников самофинансирования не хватает, то предприятие обращается последовательно к долевым финансированию, а затем к внешнему заемному финансированию. Такие предприятия станут активно изыскивать возможности привлечения дополнительных средств от своих первоначальных учредителей, предлагая им, например, дополнительную эмиссию акций по закрытой подписке. И получается на следующем этапе фирма станет делать ставку на привлечение заемного финансирования. Привлечённые средства инвестора включают: средства внешнего заёмного финансирования, с помощью облигационных займов; банковских и бюджетных кредитов; средства, получаемые от продажи акций.

Отметим, **банковское кредитование как источник капитальных вложений характеризуется рядом особенностей:**

- оперативность получения по сравнению с эмиссией и размещением акций;

- возможности отсрочки и рассрочки долга в процессе его погашения;

- более низкая по сравнению с акционерным капиталом стоимость этого источника в экономически развитых странах;

- кредитование проектов имеет высокий риск для банков;

- процентные ставки по банковским кредитам намного выше чем рентабельность продукции в промышленности;

- кредитование инвестиционных проектов доступно предприятиям с устойчивым финансовым состоянием;

- целевое использование кредитных средств, ограничивает финансовое маневрирование.

Также другим источником капитальных вложений являются облигации.

Кроме того, особенностями финансирования инвестиций на основе облигаций являются:

- возможность привлечения большой суммы средств;

- использование средств не только банковского сектора, но и других участников финансового рынка;

- возможность растянуть сроки погашения;

- возможность снизить налогооблагаемую прибыль на величину процентов по облигационным займам;

- эмиссия облигаций обходится дешевле по сравнению с эмиссией акций.

Значит, финансирование на основе выпуска облигаций имеет ряд ограничений. Закон об акционерных обществах устанавливает, что «номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного третьими лицами». В развитых странах свыше 50% всех частных инвестиций имеют источником облигации, в то время как за счёт выпуска акций финансируется 5% инвестиций. В России эмиссия облигаций пока не является весомым источником инвестиций.

5.3. Стратегические факторы выбора реальных инвестиций

Кроме того, процесс финансирования капитальных вложений включает ряд этапов.

На первом этапе **формируются инвестиционные ресурсы**. Процесс их формирования включает ряд стадий:

- определение потребности в инвестиционных ресурсах;
- изучение возможности их формирования за счёт различных и в первую очередь собственных источников;
- выбор формы наращивания собственного капитала, путём привлечения кредитов или выпуска ценных бумаг;
- оптимизация структуры источников формирования инвестиционных ресурсов.

Так, второй этап включает **обоснование схем финансирования капитальных вложений**. В результате одновременно определяется состав инвесторов, объём и структура инвестируемых каждым из них средств. Перечисленные формы финансирования рассматриваются с позиций мотивации участников финансирования проекта, организации их взаимоотношений, наличия правовой и нормативной базы и т.д.

На третьем этапе формируется **проектно-сметная документация для всех строек и объектов**.

Четвёртый этап включает **организацию отношений между всеми участниками инвестиционного процесса на основе договоров** (контрактов) на выполнение работ (проектно-изыскательских, строительно-монтажных и т.п.), поставку строительных материалов, оборудования, комплектующих и т.п., оказание услуг строительству и т.д. Такие договоры определяют все стороны финансовых взаимоотношений участников инвестиционной деятельности. Например: возможность предоставления заказчиком аванса подрядным организациям для покрытия затрат в незавершенном производстве; определение договорной цены и формы оплаты строительно-монтажных работ; порядок перечисления на счета в банке собственных средств для финансирования капитальных вложений (в случаях финансирования за счёт этого источника); уплата штрафов, неустоек, пеней — при нарушении договора.

И, пятый этап включает оперативное управление процессом финансирования и предусматривает разработку календарного плана и капитального бюджета.

Календарный план реализации проекта обеспечивает:

- (а) детализацию во времени (квартальные и месячные планы, декадные задания);
- (б) дифференциацию по основным стадиям реализации проектов (подготовку проекта к реализации, проектно-конструкторские работы, ввод объекта в эксплуатацию, освоение проектных мощностей).

Капитальный бюджет проекта позволяет:

- (а) выделить из общего объёма капитальных затрат те объёмы, которые относятся к текущему периоду (когда продолжительность реализации проекта больше одного года);
- (б) уточнить объёмы капитальных затрат с учетом корректив, внесенных подрядчиком в технологию работ, изменение индекса цен с учетом резерва финансовых средств, предусмотренных в договоре с подрядчиком на покрытие непредвиденных расходов.

Соответственно уточняются общий объем поступающих средств, структура источников этих средств, балансируется объем поступления средств по отдельным периодам формирования

приходной части бюджета с объемом инвестиционных затрат, предусмотренных календарным планом на этот период.

В соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации», осуществляемой в форме капитальных вложений» всем субъектам инвестиционной деятельности предоставляются следующие гарантии защиты капитальных вложений:

(а) обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;

(б) гласность в обсуждении инвестиционных проектов;

(в) право обжалования в суде решений и действий (бездействий) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц.

Государство гарантирует стабильность прав субъектов инвестиционной деятельности. В случаях принятия законодательных актов, положения которых ограничивают права субъектов инвестиционной деятельности, положения этих актов не могут вводиться в действие ранее, чем через год с момента их опубликования. Государство гарантирует защиту инвестиций, в том числе иностранных, независимо от форм собственности.

Вложенные инвестиции могут быть национализированы только при условии предварительного и равноценного возмещения государством убытков, причиненных субъектам инвестиционной деятельности. Капитальные вложения могут быть реквизированы только по решению государственных органов в случаях, порядке и на условиях, которые определены Гражданским кодексом РФ. Порядок возмещения убытков субъектами инвестиционной деятельности в случае прекращения или приостановления инвестиционной деятельности определяется законодательством РФ и заключенными договорами и (или) государственными контрактами.

Инвестиционную деятельность можно прекратить в случаях: признание инвестора банкротом; стихийных и иных бедствий, катастроф; введение чрезвычайного положения; если продолжение инвестиционной деятельности может привести к нарушению установленных законом экологических, санитарно - гигиенических и других норм и правил, охраняемых законом прав и интересов граждан, юридических лиц и государства.

5.4. Стратегии управления инвестициями в недвижимость

Сущность понятия недвижимость приведена в ст. 130 Гражданского кодекса РФ [1]. К недвижимым вещам относятся участки недр, земельные участки, разобщенные водные объекты и все, что связано с землёй, т.е. объекты, перемещение которых без вреда их назначению невозможно, в том числе многолетние насаждения и леса, здания и сооружения. К недвижимым вещам относят воздушные и морские суда, космические объекты, суда внутреннего плавания.

С позиции экономических отношений недвижимость характеризуется несколькими функциями: выступает изделием особого рода, инвестиционным объектом, финансовым активом, предметом потребления, фактором производства и многое другое. Следовательно, недвижимость можно рассматривать как потребительский товар длительного пользования, так и товар инвестиционного характера, который обладает индивидуальными качествами.

Недвижимость включает ряд инвестиционных качеств.

1. Высокая степень зависимости от качества менеджмента. В отличие от инвестиций в ценные бумаги доходность инвестиций в недвижимость зависит от эффективности управления недвижимым имуществом. При всем этом недвижимость отличается высокими управленческими затратами, по сравнению с вложениями в финансовые активы.

2. Высокая степень устойчивости по отношению к инфляции. Вложения в недвижимость - приемлемый способ диверсификации инвестиционного портфеля, а также получения хорошего соотношения доходности и риска.

3. Большая стабильность потока доходов от владения недвижимостью, по сравнению с денежным потоком корпораций при возросших ставках доходности.

4. Отрицательная корреляция доходов от инвестиций в недвижимость и инвестиций в финансовые активы. Цикличность развития рынка недвижимости не совпадает с циклом

промышленного развития на уровне макроэкономики. Привлекательность недвижимости повышается во время промышленного кризиса и высоких темпов инфляции.

5. **Низкая ликвидность**, по сравнению с финансовыми активами. Низкая ликвидность осложняется большим сроком, которые нужны для продажи недвижимости на рынке.

7. **Повышенная степень риска и неопределенность**. Инвестиции в недвижимость и строительство в большей степени, по сравнению с традиционными финансовыми активами, подвержены риску и неточности.

Представленные выше инвестиционные качества недвижимости позволяют инвесторам добиться определенных цели, к которым можно отнести:

- **получение дохода**. Потоки доходов от недвижимости можно разделить на: текущий рентный доход (периодический доход от аренды) и доход от перепродажи (реверсия);

- **получение налоговых преимуществ**. Налоговое законодательство позволяет вычитать стоимость вновь приобретенной недвижимости из общего дохода от нее, что уменьшает налогооблагаемую прибыль. Также существуют и льготы по подоходному налогу;

- **защита от инфляции**. В идеале, если актив надежно страхует от инфляции, любое ее повышение будет компенсировано повышением номинальной ставки дохода от актива.

Финансирование инвестиций может быть организовано различным образом: **по времени осуществления; методам расчёта процентов; долевого участию и различным частичным интересам**. Основным способом финансирования таких инвестиций является ипотечное кредитование, где одна треть стоимости сделки финансируется самим инвестором, а на две трети оформляется ипотека с условием равномерных выплат по долгу в течение срока кредита.

5.5. Стратегии инвестиционно-строительной деятельности

В строительстве, в отличие от других отраслей экономики, объект недвижимости создается на договорных условиях, за

счет средств которого выполняются строительные работы. Предприятие-застройщик вправе выполнять строительно-монтажные работы хозяйственным способом, однако на практике застройщики привлекают специализированные подрядные организации на основе договора строительного подряда.

Отсюда следует, что подрядчик по согласованию с заказчиком может привлекать для выполнения всего комплекса или части работ другие организации — субподрядчиков, заключив с ними договора субподряда.

В этом проявилось одно из нововведений российского законодательства — закрепление института посредников, которых заказчики строительной продукции могут наделить статусом заказчика. Посредник, действуя от имени заказчика, совершает все работы, начиная от заключения договора подряда и заканчивая приемкой готовой продукции.

Опираясь на ст. 758 ГК РФ [1] по договору подряда на выполнение проектных и изыскательских работ подрядчик (проектировщик, изыскатель) обязуется по заданию заказчика разработать техническую документацию и (или) выполнить изыскательские работы, а заказчик обязуется принять и оплатить их результат. Согласно ст. 740 ГК РФ [1] договор строительного подряда заключается на строительство или реконструкцию предприятия, здания, сооружения или иного объекта, а также на выполнение монтажных, пуско-наладочных и иных неразрывно связанных со строящимся объектом работ.

Другой элемент — **имущественная ответственность сторон на всех этапах инвестиционного цикла.** Таким образом, генеральный подрядчик, подписавший протокол о намерениях, но отказавшийся от заключения договора подряда, должен возместить убытки заказчику. Убытки возмещает и сторона, расторгнувшая договор подряда, в том числе и по причине банкротства. Риск случайной гибели или случайного повреждения объекта строительства до приемки этого объекта несет подрядчик.

Следует отметить, что важным элементом инвестиционно-строительного комплекса является институт гарантий и поручительств. Заказчик должен иметь гаранта, который в случае финансовых затруднений произведет расчеты с подряд-

чиком по выполненным обязательствам. В свою очередь, заказчик не застрахован от банкротства подрядчика и невыполнения им своих обязательств по договору. Поэтому генеральный подрядчик должен иметь поручителя, принимающего на себя ответственность за обязательства генподрядчика.

Особенности ценообразования в строительстве на основе сметной стоимости и действующий порядок оплаты работ оказывают существенное влияние на оценку инвестиционной привлекательности инвестиций в строительство. Подрядчик обязан осуществлять строительство в соответствии с технической документацией, определяющей объем и содержание работ и со сметой, определяющей цену работ.

Затраты на строительные-монтажные работы состоят из прямых и накладных расходов. Размер данных затрат определяется по каждому объекту путем составления сводной сметы — основного документа, определяющего полную сметную стоимость стройки. Она является основанием для финансирования стройки и осуществления расчетов с заказчиком. Вместе с прямыми затратами и накладными расходами сметная стоимость включает плановую прибыль.

Таким образом, при установлении договорной цены на основе строительного договора с возмещением издержек до максимально гарантированной цены риск заказчика уменьшается. В этом случае цена может быть определена исходя из затрат по смете в действующих ценах или суммы оправданных перерасходов, но не более установленного предела. Заказчик контролирует ход работ, оплачивает только оправданные и отклоняет неоправданные перерасходы, допущенные по вине подрядчика, но лишь до максимальной их суммы, оговорённой в договоре.

5.6. Стратегии инвестиций в материально-техническую базу

Механизм инвестирования основан, с одной стороны, на аккумулировании капитальных ресурсов, а с другой — на форме их вложений для наращивания капитала. Следовательно, реальные инвестиции — это проявление технической и экономиче-

ской политики предприятия, тем самым они не только желательны, но и необходимы в условиях рынка.

На инвестиционную деятельность торгового предприятия оказывают влияние многие факторы. Наиболее существенными из них являются:

- политическая стабильность;
- правовое и законодательное обеспечение инвестиций;
- норма прибыли на вложенный капитал;
- действующая система налогообложения;
- размер процентных ставок по кредитам банков;
- уровень инфляции.

Торговое предприятие, проводя инвестиционную политику, должно исходить из стратегии развития, путей расширения инвестиционного капитала, формы его вложения, что приводит к наращиванию внеоборотных активов. К условиям, обуславливающим устойчивость этих позиций, относятся:

- конъюнктура внешней инвестиционной среды;
- цели и задачи стратегического развития предприятия;
- необходимый размер инвестиционных ресурсов;
- оценка дохода от капитальных вложений.

Инвестирование капиталоемких проектов, как правило, занимает длительный период, поэтому приходится сравнивать стоимость денежных средств в начале инвестирования и при их возврате в виде будущей прибыли и амортизационных отчислений. При сравнении стоимости денежных средств принято использовать два понятия «настоящая стоимость» и «будущая стоимость». Сумма инвестируемых в настоящий момент средств обычно через определенный период изменяется с учетом установленной ставки процента. Помимо того, на основе анализа определяются: стадии завершенности ранее принятых к освоению инвестиционных проектов, потребность в финансовых ресурсах по незавершенным объектам, прирост материальных активов предприятия, привлечение дополнительных капитальных вложений.

В новых условиях осваиваемыми инвестиционными объектами являются: реконструкция (обновление или преобразование) торгово-технологических процессов в целях увеличения пропускной способности покупателей, повышения уровня тор-

гового обслуживания); модернизация (совершенствование активной части основных производственных фондов, необходимых для поддержания в рабочем состоянии или замены выходящего оборудования, технических средств вследствие физического или морального износа); новое строительство.

Контрольные вопросы:

1. Раскройте сущность понятия капитальных вложений как формы инвестиций в основной капитал.
2. Назовите признаки классификации капитальных вложений.
3. Объясните сущность категории экономической эффективности капитальных вложений.
4. Раскройте особенности источников финансирования капитальных вложений.
5. Охарактеризуйте систему правового регулирования и защиты капитальных вложений.
6. Назовите отличия недвижимости как объекта правовых отношений и как объекта экономических отношений.
7. Назовите особенности инвестиций в недвижимость.
8. Перечислите инвестиционные качества недвижимости и сравните их с качествами финансовых активов.
9. Определите цели инвестиций в недвижимость.
10. Каковы основные особенности ценообразования в строительстве?
11. В чем состоит ответственность подрядчика по договору строительного подряда?
12. Назовите основные особенности инвестиционной деятельности в сфере строительства.

ТЕСТЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

5.1 – Капитальные вложения - это:

- а) размещение капитала в ценные бумаги;
- б) инвестирование в создание новых или воспроизводство действующих основных фондов;
- в) отношение постоянных расходов к цене продукции;
- г) момент времени, когда инвестор вернёт инвестиции.

5.2 – Воспроизводственной структурой капитальных вложений является соотношение затрат на:

- а) реконструкцию;
- б) техническое перевооружение;
- в) проектно-изыскательские работы;
- г) строительно-монтажные работы.

5.3 – Технологической структурой капитальных вложений является соотношение в общем объеме затрат на:

- а) проектно-изыскательские работы;
- б) строительно-монтажные работы;
- в) приобретение оборудования, инструмента и инвентаря;
- г) новое строительство.

5.4 – Преимуществами внутренних источников финансирования капитальных вложений являются:

- а) простота и быстрота привлечения;
- б) сложность привлечения и оформления;
- в) сохранение управления в руках первоначальных учредителей;
- г) достаточно продолжительный период привлечения.

5.5 – Виды капвложений, которые имеют наименьший срок окупаемости:

- а) техническое перевооружение;
- б) новое строительство;
- в) реконструкция;
- г) культурно-бытовое строительство.

5.6 – Строительство дополнительных производств на действующем предприятии называют:

- а) техническим перевооружением;
- б) новым строительством;
- в) расширением;
- г) реконструкцией.

5.7 – Если договор подряда на строительство заключается заказчиком с одним подрядчиком, то договор называют:

- а) государственный контракт;
- б) генеральный договор подряда;
- в) субподрядный договор;
- г) предварительный договор (протокол о намерениях).

Глава 6.

Стратегии финансовых инвестиций

6.1. Сущность и виды стратегий финансовых инвестиций

Финансовые инвестиции – это вложение свободных средств (капитала) в различные финансовые инструменты с целью получения дохода. К таким финансовым инструментам относятся акции, облигации, паи и т.п.

Управление финансовыми инвестициями может осуществляться, как непосредственно инвестором, так и управляющими компаниями. Однако, при отсутствии опыта во вложении свободных средств (особенно в инструменты фондового рынка) с целью получения дохода, оптимальным вариантом будет вложение их в паевой инвестиционный фонд. В таком фонде управление денежными средствами вкладчиков осуществляют специалисты по инвестированию.

Финансовые инвестиции в менее рискованные бумаги, такие как банковские депозиты, государственные долговые обязательства, можно осуществлять и самостоятельно. При осуществлении финансовых инвестиций всегда есть варианты. Зачастую они взаимоисключающие. Для выбора наиболее оптимального из них необходимо провести оценку финансовых инвестиций. Как правило, оценка заключается в определении изменения стоимости денег за определенный промежуток времени. Обязательно нужно учесть различные факторы и степень риска инвестирования. Использование специальных компьютерных программ или обращение к профессиональным брокерам позволит провести верную оценку финансовых инвестиций.

Для принятия решения о целесообразности вложения средств необходимо проведение тщательного анализа финансовой инвестиции. На основании, как внешних (состояние финансового сектора и экономики, прогнозирование движения курсов валют и акций и т. п.), так и внутренних (управленческая и финансовая отчетность) данных составляются выводы, являющиеся основанием для принятия окончательного решения. Для объ-

ективности проведения анализа финансовой инвестиции в компанию, желательно пригласить независимых специалистов.

Центральное место в процессе обоснования целесообразности осуществления финансовой инвестиции занимает определение ее эффективности. Эффективность инвестиционного проекта является достаточной, если сохраняются вложенные средства инвестора и обеспечивается их стабильный прирост.

Базовыми стратегиями финансовых инвестиций предприятия, выступают: ограниченный рост, ускоренный рост, сокращение (сжатие), сочетание (комбинирование) [15].

Стратегию *ограниченного роста* выбирают организации, имеющие стабильный ассортимент продукции и производственные технологии, слабо подверженными влиянию научно-технического прогресса. Как правило такую стратегию выбирают в условиях относительно слабых колебаний конъюнктуры рынка и стабильной конкурентной позиции, если инвестиционная стратегия направлена на эффективное обеспечение воспроизводственных процессов и прироста активов, которые обеспечивают ограниченный рост объемов производства и реализации продукции. Стратегические изменения инвестиционной деятельности в этом случае минимальны.

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

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

Стратегию *сочетания (комбинирования)* применяют крупные предприятия с широкой отраслевой и региональной диверсификацией инвестиционной деятельности. Она объединяет в себе различные типы частных стратегий стратегических зон хозяйствования или стратегических хозяйственных центров, дифференцируется по отдельным объектам стратегического управления в зависимости от стратегических целей их развития.

6.2. Факторы выбора стратегии финансовых инвестиций

Оценка инвестиционных качеств ценных бумаг начинается с предварительного отбора активов, которые инвестор, хотя бы потенциально, считает достойными внимания. При этом учитываются, **следующие факторы**: особенности выпуска и обращения отдельных видов ценных бумаг; уровень их безопасности; надежности и доходности; степень ликвидности.

Впрочем, с позиций инвестора для финансовых инвестиций наибольший интерес представляют акции и облигации.

Акция — ценная бумага без установленного срока обращения, которая свидетельствует о долевом участии в уставном фонде акционерного общества, подтверждает членство в этом акционерном обществе и право на участие в управлении им, дает право ее владельцу на получение части прибыли в виде дивидендов, так же на участие в распределении имущества при ликвидации акционерного общества. Следовательно, для определения инвестиционных качеств акций важна их классификация.

По характеру обязательств эмитента, акции делятся на **обыкновенные и привилегированные**. Уровень безопасности инвестирования в привилегированные акции значительно выше, чем в обыкновенные, в связи с преимущественным правом на получение заранее предусмотренного уровня дивидендов и доли имущества в случае ликвидации акционерного общества.

По степени надежности вложений привилегированные акции занимают промежуточное положение между простыми акциями и корпоративными облигациями, поскольку в отличие от облигаций не имеют четкого срока погашения и столь надежного обеспечения имуществом акционерного общества при его ликвидации, как простые акции.

По критерию доходности наиболее предпочтительными для инвестора являются обыкновенные акции, которые лучше приспособлены к изменениям конъюнктуры фондового рынка и условий инфляционной экономики. Кроме того, владельцы обыкновенных акций могут принимать непосредственное участие в разработке дивидендной политики акционерного общества. При этом обыкновенные и привилегированные акции имеют свои достоинства и недостатки, которые определяют их инвестиционные качества.

К числу достоинств обыкновенных акций относятся:

- возможность получения более высоких доходов в период эффективной деятельности акционерного общества;
- более высокая степень корреляции доходов с темпами инфляции;
- возможность прямого влияния на хозяйственную деятельность предприятия путем участия в управлении им;
- более высокая ликвидность на фондовом рынке;
- возможность участия в разработке дивидендной политики акционерного общества и др.

К недостаткам обыкновенных акций относятся:

- нестабильность уровня доходов и возможность получения низких дивидендов (при неэффективной деятельности акционерного общества дивиденды могут не выплачиваться вообще);
- возможность потери всего инвестиционного капитала при банкротстве и ликвидации акционерного общества;
- низкая защищенность от инвестиционных рисков и др.

Достоинства привилегированных акций состоят:

- в обеспечении стабильного дохода в виде фиксированного размера дивидендов, выплата которых производится вне зависимости от результатов деятельности предприятия;
- в защищенности от инвестиционных рисков (полностью от систематического и частично от несистематического);
- в обеспечении преимущественного права на получение дивидендов при их выплате и на участие в разделе имущества при ликвидации акционерного общества.

С точки зрения инвестора **достоинства привилегированных акций** в том, что они: обеспечивают более стабильный до-

ход по сравнению с обычными акциями, а недостатки в том, что их владельцы не участвуют в прибылях в полной мере, доходы на них иногда ниже доходов от облигаций.

Недостатками привилегированных акций являются:

- отсутствие права участия в управлении акционерным обществом;

- возможность отзыва (обратного выкупа) акций вне зависимости от желания акционера;

- более низкий уровень ликвидности на фондовом рынке и, как правило, более низкий уровень доходов по сравнению с обыкновенными акциями;

- ограниченность эмиссии. **Номинальная стоимость** выпущенных привилегированных акций по законам РФ должна быть не более 25% уставного капитала акционерного общества.

- более дорогой источник финансирования, чем эмиссия обыкновенных акций, так как по привилегированным акциям выплата дивидендов акционерам обязательна. В то же время, обыкновенные акции в отличие от привилегированных дают их владельцам больше прав на участие в управлении, в том числе возможность контроля за строго целевым использованием средств на нужды финансирования проекта.

Облигации представляют собой ценную бумагу, свидетельствующую о внесении ее владельцем денежных средств и подтверждающую обязанность эмитента возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с выплатой фиксированного процента.

По видам эмитентов облигации делятся на государственные, муниципальные и корпоративные, что имеет существенное значение для инвесторов, прежде всего, с позиции их рисков. Наименее рискованными являются вложения в облигации внутреннего государственного займа. Наибольшим уровнем риска обладают корпоративные облигации, хотя они все же менее рискованны, чем привилегированные акции. Дифференцируется и уровень доходности.

По сроку погашения облигации делят на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. По уровню риска предпочтительными для инвестора являются краткосрочные облигации. С ростом срока погашения облигаций возрастает и уровень риска.

Уровень доходности облигаций прямо пропорционален уровню риска.

По форме выплаты дохода облигации делят на процентные и беспроцентные (целевые). С позиций инвестора, стратегической целью которого является приращение капитала в денежной форме, целесообразно инвестирование в процентные облигации, к тому же имеющие более высокую текущую ликвидность на фондовом рынке.

В целом же сумма полученных доходов по ценным бумагам значительно дифференцируется, в зависимости от отраслевой принадлежности организации-эмитента.

Для определения инвестиционных качеств ценных бумаг широко используется методика **рейтинговой оценки**.

Рейтинг — это мнение (суждение) эксперта об объективных показателях рынка относительно вероятности оплаты основной суммы долга и процента, о качестве того или иного фондового инструмента. Рейтинг не означает конкретной рекомендации к покупке или продаже ценных бумаг, это лишь информация, которую могут использовать инвесторы в качестве критериев при осуществлении операции с ценными бумагами. Он выступает как ориентир доходности и надежности фондовых инструментов, как точка отсчета при оценке кредитного риска.

Одним из основных показателей инвестиционной привлекательности финансового актива является **текущая рыночная стоимость** (формула 6.1.):

$$P = \frac{F_n}{(1+i)^n} \quad (6.1)$$

где F_n - ожидаемый денежный поток;

i - дисконтная ставка/

По облигациям, сумма ожидаемого денежного потока складывается из поступлений процентов и стоимости самой облигации на момент погашения. При этом возможны различные варианты формирования ожидаемого потока:

– без выплаты процентов (нулевой купон);

– с периодической выплатой процентов и погашением облигации в конце срока обращения;

– с выплатой всей суммы процентов при погашении облигации в конце предусмотренного срока обращения.

По акциям, сумма ожидаемого денежного потока формируется за счёт начисляемых дивидендов. Различают акции:

– со стабильным уровнем дивидендов (привилегированные); с постоянно возрастающим уровнем дивидендов (постоянный темп прироста);

– с изменяющимся уровнем дивидендов (изменяющийся темп прироста).

Облигация имеет **номинальную, выкупную и рыночную** цены. **Номинальная цена** напечатана на бланке облигации и обозначает сумму, которая берётся займы и подлежит возврату по истечении срока облигационного займа. **Выкупная цена**, которая может совпадать с номинальной (определяется условиями займа)— это цена, по которой эмитент выкупает облигацию у инвестора по истечении срока займа. По законодательству выкупная цена всегда должна совпадать с **номинальной**. **Рыночная цена** — это цена, по которой облигация продаётся на рынке. Значение рыночной цены, выраженное в процентах к её номиналу, называется **курсом облигации**.

Для определения **текущей рыночной цены** облигаций с позиции инвестора (PV) применяется формула 6.2:

$$PV = \sum \frac{I_n}{(1+i)^n} + \frac{r_t}{(1+i)^t} \quad (6.2)$$

где I_n – ежегодные процентные выплаты;

i – требуемая инвестором норма дохода;

n – конкретный период времени;

t – число лет до момента погашения облигации.

Самый простой случай — **оценка облигаций с нулевым купоном**. Поскольку денежные поступления по годам (кроме последнего) равны нулю, стоимость облигации будет определяться по формуле 6.3:

$$PV = \frac{F_T}{(1+i)^T} \quad (6.3)$$

где F_T – сумма, выплачиваемая при погашении облигации.

Бессрочная облигация предусматривает неопределённо долгую выплату дохода, поэтому при расчёте её стоимость определяется из формулы 6.4:

$$PV = F_T : i. \quad (6.4)$$

При оценке облигаций с постоянным доходом денежный поток складывается из одинаковых по годам поступлений и нарицательной стоимости облигации, выплачиваемой в момент погашения, причём ежегодные процентные выплаты постоянны из года в год (формула 6.5.):

$$PV = \sum \frac{I_n}{(1+i)^n} + \frac{F_T}{(1+i)^T} \quad (6.5)$$

Оценка облигаций с плавающим купоном может быть проведена по формуле 6.6., причём ежегодные процентные выплаты меняются из года в год.

$$PV = \frac{I_1}{1+i} + \frac{I_2}{(1+i)^2} + \frac{I_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{I_n}{(1+i)^n} + \frac{F_T}{(1+i)^T} \quad (6.6)$$

Для оценки облигаций могут использоваться купонная доходность, текущая доходность и конечная доходность (доходность к погашению).

Купонная доходность, устанавливаемая при выпуске облигации, рассчитывается по формуле 6.7.

$$Y_k = \frac{I}{N} \times 100\%, \quad (6.7)$$

где I – годовой купонный доход;

N – номинальная цена облигации.

Доходность к погашению облигации определяется по формуле 6.8.

$$Y_n = \frac{I + (F - PV) : T}{(F + PV) : 2} \quad (6.8)$$

Текущая доходность облигации определяется по формуле 6.9.

$$Y_T = \frac{I}{PV} \times 100\%, \quad (6.9)$$

где PV – цена, по которой облигация приобретена инвестором.

Рассмотрим примеры использования показателей оценки цены и доходности облигаций:

Акция имеет номинальную, балансовую, ликвидационную, рыночную цены.

Номинальная цена напечатана на бланке акции или установлена при её выпуске. Она показывает, какая доля уставного капитала приходилась на одну акцию на момент создания АО.

Балансовая цена — стоимость чистых активов АО, приходящаяся на одну акцию по балансу.

Ликвидационная цена — стоимость реализуемого имущества АО в фактических ценах, приходящаяся на одну акцию.

Рыночная (курсовая) цена — это цена, по которой акция продаётся или покупается на рынке.

Отношение рыночной цены к номинальной, выраженное в процентах, называется **курсом акции**. Рассчитать рыночную цену акции значительно сложнее, чем облигации. Акции представляют собой ценные бумаги с плавающим (изменяющимся доходом) в отличие от облигаций, где доход либо фиксирован, либо изменяется с определённой закономерностью. Для расчёта курсов акции используются различные модели.

Наиболее распространённой является модель М. Гордона. Эта модель предполагает три варианта расчёта текущей рыночной цены акции.

1.Темп прироста дивидендов — равен нулю. Модель нулевого роста (формула 6.10.):

$$P_0 = \frac{D_0}{i} \quad (6.10)$$

где P_0 – текущая рыночная цена акции;

D_0 – текущий дивиденд;

i – ставка дохода требуемая инвестором.

2.Темп прироста дивидендов постоянен. Модель постоянного роста (формула 6.11.).

$$P_0 = \frac{D_1}{i - q} = \frac{D_0(1+q)}{1 - q} \quad (6.11)$$

где D_0 – величина дивиденда на прогнозируемый период.

3.Темп прироста дивидендов меняется. Модель переменного роста (формула 6.12.).

$$P_0 = \sum \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{D_{N+1}}{(i - q)(1+i)^N} \quad (6.12)$$

Особенность этого варианта в нахождении периода времени, после которого ожидается, что дивиденды будут расти с постоянным темпом.

Для анализа эффективности вложений инвестора в покупку акций могут быть использованы следующие виды доходности: ставка дивиденда; текущая доходность акции для инвестора; текущая рыночная доходность; конечная и совокупная доходность.

Ставка, дивиденда определяется по формуле 6.13:

$$d_c = \frac{D}{N} \times 100\%, \quad (6.13)$$

где D – величина выплачиваемых годовых дивидендов;

N – номинальная цена акции.

В российской практике ставка дивиденда обычно используется при объявлении годовых дивидендов.

Текущая доходность акции для инвестора рассчитывается по формуле 6.14:

$$d_r = \frac{D}{P_p} \times 100\%, \quad (6.14)$$

где P_p – цена приобретения акции.

Конечная доходность рассчитывается по формуле 6.15:

$$d_k = \frac{(P_s - P_p) : \overline{n} + D}{P_p} \times 100\%, \quad (6.15)$$

где $\overline{D}$ – величина дивидендов, выплаченная в среднем в год (определяется как среднее арифметическое);

N – количество лет в течении которых инвестор владел акцией;

P_p – цена продажи акции.

Обобщающим показателем эффективности вложений инвестора в покупку акций является **совокупная доходность**.

$$d_t = \frac{\sum D_n + \Delta P}{P_p} \times 100\%, \quad (6.16)$$

где D_n – величина дивидендных выплат.

Конечная и совокупная доходность может быть рассчитана в том случае, если инвестор продал акцию или намеревается это сделать по известной ему цене.

Привилегированные акции, как и бессрочные облигации, генерируют доход неопределённо долго.

Оценка привилегированных акций осуществляется по формуле 6.17:

$$P = D : I, \quad (6.17)$$

где D – фиксированный дивиденд;

i - требуемая инвестором норма дохода.

Рассмотрим примеры использования показателей оценки цены и доходности облигаций:

Представленные показатели цены и доходности активов позволяют определить целесообразность инвестиций.

6.3. Особенности формирования портфельных стратегий

При формировании портфельных стратегий инвестор преследует следующие цели:

- достижение определенного уровня доходности;
- прирост капитала;
- минимизация инвестиционных рисков;
- ликвидность инвестированных средств на приемлемом для инвестора уровне.

Достижение определенного уровня доходности предполагает получение регулярного дохода в текущем периоде, как правило, с заранее установленной периодичностью. Это могут быть выплаты процентов по банковским депозитным вкладам, планируемые доходы от эксплуатации объектов реального инвестирования (объектов недвижимости, нового оборудования), дивиденды и проценты соответственно по акциям и облигациям. Получение текущего дохода оказывает влияние на платежеспособность компании и принимается в расчет при планировании денежных потоков. Эта цель является основной при формировании портфеля, особенно в ситуации краткосрочного размещения средств.

Прирост капитала обеспечивается при инвестировании средств в объекты, которые определяются увеличением их стоимости во времени. Это справедливо для акций молодых компаний-эмитентов, по мере увеличения масштаба деятельности которых, ожидается значительный рост стоимости их акций. Именно прирост стоимости и обеспечивает инвестору получение дохода. Такого рода инвестиции предполагают более длительный период размещения средств и, как правило, относятся к долгосрочным.

Уменьшение инвестиционных рисков или безопасность инвестиций, означает неуязвимость инвестиционных средств от ударов на рынке инвестиционного капитала и стабильность получения дохода. Выбор объектов, по которым, возможен возврат капитала и получение доходов от запланированного уровня, позволяет добиться указанной цели. Тем не менее, снижение рисков не всегда позволяет полностью удалить вероятность негативных последствий, а лишь способствует достижению их допустимого уровня, при необходимой инвестору доходности. Это зависит от отношения инвесторов к риску.

Обеспечение достаточного уровня ликвидности вложенных средств предполагает возможность быстрого и безубыточного обращения инвестиций в денежную форму или возможность их быстрой реализации. Данная цель не обязательно связана с предыдущими задачами, наиболее достижима при размещении денежных средств в финансовые активы, пользующиеся устойчивым спросом на рынке (акции и облигации известных компаний, государственные ценные бумаги).

Следует подчеркнуть, что ни одна из инвестиционных ценностей не обладает перечисленными выше свойствами в совокупности, что обуславливает альтернативность названных целей формирования инвестиционного портфеля. Так, безопасность обычно достигается в ущерб высокой доходности и росту вложений. В мировой практике безопасными (безрисковыми) являются долговые обязательства правительства, однако доход по ним редко превышает среднерыночный уровень и, как правило, существенного прироста вложений не происходит. Ценные бумаги прочих эмитентов, реальные инвестиционные проекты способны принести инвестору больший доход (как текущий, так и будущий), но существует повышенный риск с точки зрения возврата средств и получения дохода.

Инвестиционные объекты, предполагающие прирост вложений, как правило, являются наименее ликвидными. Минимальной ликвидностью обладает недвижимость. Учитывая альтернативность инвестиционных целей, невозможно добиться их одновременного достижения, поэтому инвестор должен установить приоритет определенной цели при формировании своего портфеля. Различие целей формирования инвестиционных

портфелей, включаемых в них объектов инвестирования и других условий, определяет многообразие вариантов направленности и состава этих портфелей в отдельных компаниях. Их можно классифицировать следующим образом.

Портфель ценных бумаг, по сравнению с портфелем реальных инвестиционных проектов, характеризуется более высокой ликвидностью и легкой управляемостью. Вместе с тем этот портфель отличают:

- 1) высокий уровень риска, который распространяется не только на доход, но и на весь инвестированный капитал;
- 2) более низкий уровень доходности;
- 3) отсутствие в большинстве случаев возможностей реального воздействия на доходность (кроме возможности реинвестирования капитала в другие инструменты фондового рынка);
- 4) низкая инфляционная защищенность такого портфеля;
- 5) ограниченность вариантов выбора отдельных финансовых инструментов.

Смешанный инвестиционный портфель одновременно включает разнородные объекты инвестирования.

Классификация инвестиционных портфелей по приоритетным целям инвестирования связана, прежде всего, с реализацией инвестиционной стратегии предприятия и в определенной степени с позицией ее руководства в управлении инвестициями.

Портфель роста формируется с целью прироста капитальной стоимости портфеля вместе с получением дивидендов и состоит главным образом из объектов инвестирования, обеспечивающих достижение высоких темпов роста капитала (как правило, из акций компаний с растущей курсовой стоимостью).

Портфель дохода ориентирован на получение текущего дохода — процентных и дивидендных выплат. Он состоит, главным образом, из объектов инвестирования, которые обеспечивают получение дохода в текущем периоде (акции, характеризующиеся умеренным ростом курсовой стоимости и высокими дивидендами, облигации и другие бумаги, отличительной чертой которых является выплата текущих доходов).

Консервативный портфель включает в основном объекты инвестирования со средними (а иногда и минимальными)

значениями уровней риска (соответственно темпы роста дохода и капитала по таким объектам значительно ниже).

Перечисленные типы портфелей имеют ряд промежуточных разновидностей. Портфели роста и дохода при самых высоких значениях своих целевых показателей называются иногда агрессивными портфелями.

Сбалансированный портфель характеризуется полной реализацией целей инвестора путем отбора инвестиционных проектов или финансовых инструментов, наиболее полно отвечающих этим целям.

Несбалансированный портфель характеризуется несоответствием его состава поставленным целям формирования. Разновидностью несбалансированного портфеля является разбалансированный портфель, который представляет собой ранее сбалансированный портфель, уже не удовлетворяющий инвестора в связи с существенным изменением внешних условий инвестиционной деятельности (например, условий налогообложения) или внутренних факторов (например, значительной задержкой реализации отдельных реальных инвестиционных проектов).

6.4. Стратегическое управление инвестиционными активами

Процесс формирования портфеля ценных бумаг и управления им складывается из пяти этапов.

1. Определение инвестиционных целей и политики инвестора.

2. Проведение анализа ценных бумаг. Существуют два основных профессиональных подхода к выбору ценных бумаг: фундаментальный и технический анализ.

3. Формирование портфеля. На этом этапе производится отбор инвестиционных активов для включения их в портфель, на основе результатов проведенного анализа, с учётом целей инвестора. При этом учитываются такие факторы, как:

- тип инвестиционного портфеля;
- требуемый уровень доходности портфеля;

- допустимая степень риска;
- масштабы диверсификации портфеля;
- требования в отношении ликвидности;
- налогообложение доходов и операций с активами.

Количественные критерии формирования портфеля инвестиций с учетом факторов дохода и риска и его диверсификации разработаны в рамках современной теории портфеля.

4. Ревизия портфеля. Портфель подлежит периодической ревизии. Это делается для того, чтобы его состав не пришел в противоречие с изменившейся общеэкономической ситуацией, положением секторов и отраслей, инвестиционными качествами отдельных объектов инвестирования, а также целями инвестора.

5. Пересмотр портфеля сводится к определению соотношения доходности и риска входящих в него бумаг. По результатам анализа принимается решение о возможности продажи какой-нибудь инвестиционной ценности. Ценная бумага, как правило, продается в том случае, если не принесла ожидаемого дохода и выполнила свою функцию, появились более эффективные пути использования ресурсов.

6. Оценка фактической эффективности портфеля с точки зрения полученного дохода по нему и риска, сопровождающего инвестирование средств в выбранные объекты.

Инвестор вкладывает средства в некоторое количество активов и надеется, что вариация ожидаемой доходности портфеля будет невелика. Например, такая диверсификация предусматривает владение различными видами ценных бумаг (акции, облигации), отдельных предприятий, компаний различных отраслей. Такой подход может привести к выводу, что лучшей диверсификацией является вложение средств в как можно большее количество ценных бумаг различных компаний.

Однако практикой доказано, что максимальное сокращение риска достижимо, если в портфеле имеется 10—15 различных ценных бумаг, при этом достигается достаточный уровень диверсификации без значительного увеличения издержек портфеля. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, из-за ряда причин: невозможности качественного портфельного управления; покупки недостаточно надёжных и доходных,

ликвидных ценных бумаг; роста издержек, связанных с подбором ценных бумаг.

6.5. Модели формирования портфельной стратегии

Формирование инвестиционного портфеля давно вызывает интерес экономистов с точки зрения создания оптимального портфеля по соотношению доходности и риска.

Автором одной из первых работ по портфельной теории является Г. Марковиц. В своей модели «риск-доходность» портфеля, Марковиц исходит из предположения, что большинство инвесторов стараются избегать риска, если это не компенсируется более высокой доходностью инвестиций.

По мнению Г. Марковица, инвестор должен принимать решение по выбору портфеля исходя исключительно из показателей ожидаемой доходности и стандартного отклонения доходности или вариации. В случае портфеля мы должны принимать во внимание их взаимный риск, или ковариацию. Ковариация служит для измерения двух основных характеристик: вариации доходов по ценным бумагам, входящим в портфель; тенденции доходов этих ценных бумаг, которые могут изменяться в одном или разных направлениях. Согласно модели Марковица инвестор выбирает лучший портфель, основываясь на соотношении этих двух параметров. При этом интуиция играет определяющую роль. Ожидаемая доходность может быть представлена как мера потенциального вознаграждения, связанная с конкретным портфелем, а стандартное отклонение — как мера риска данного портфеля.

При выборе оптимального портфеля, согласно модели Марковица инвестор использует так называемые **кривые безразличия**. Они отражают отношение инвестора к риску и доходности. И могут быть представлены как график, на котором по горизонтальной оси откладываются значения риска, мерой которого является стандартное отклонение, а по вертикальной оси — величины вознаграждения, мерой которого служит ожидаемая доходность. Инвестор будет считать любой портфель, представленный на кривой безразличия, которая находится вы-

ше и левее, более привлекательным, чем любой портфель, представленный на кривой безразличия, которая находится ниже и правее. Каждый инвестор строит график кривых безразличия, представляющих его собственный выбор ожидаемых доходностей и стандартных отклонений. Инвесторы, формируя портфель, стремятся максимизировать ожидаемую доходность своих инвестиций при определенном приемлемом для них уровне риска. Портфель, удовлетворяющий этим требованиям, называется **эффективным портфелем**. Наиболее предпочтительным для инвестора эффективным портфелем является **оптимальный портфель**.

Инвестор выберет свой оптимальный портфель из множества портфелей, каждый из которых обеспечивает:

- 1) максимальную ожидаемую доходность для некоторого уровня риска;
- 2) минимальный риск для некоторого значения ожидаемой доходности.

Набор портфелей, удовлетворяющий этим двум условиям, называется **эффективным множеством**. Причём важны портфели, находящиеся на границе этого множества.

Таким образом, основное значение модели Марковица состоит в том, что она сфокусировала внимание на ожидаемой доходности и полном риске портфеля, в зависимости от состава входящих в портфель акций и стимулировала целую серию исследований в этом направлении. Однако **модель Марковица не даёт возможности выбрать оптимальный портфель, а определяет набор эффективных портфелей. Каждый из этих портфелей обеспечивает наибольшую ожидаемую доходность для определённого уровня риска.**

Существует ряд обстоятельств, ограничивающих использование модели Марковица. Для того чтобы сохранить желаемый баланс сочетания «риск-доходность» портфеля, нужно постоянно переоценивать множество ценных бумаг, а это требует большого числа информации и математических вычислений. Другим ограничением является то, что наборы эффективных портфелей могут быть такими многочисленными, что пришлось бы какие-то акции покупать или продавать, что привело бы к

большим издержкам. Меньшее количество информации используется в модели У. Шарпа.

В модели «риск-доходность» У. Шарпа по портфелю, состоящему из различных групп активов, диверсификация сокращает риск, существующий по отдельным группам акций, но, как правило, не может устранить его полностью. При этом У. Шарп выделяет рыночный (систематический) и специфический (несистематический) риск.

Рыночный (систематический) риск возникает под влиянием общих факторов, затрагивающих рынок в целом. Поскольку в этом случае охватываются все предприятия – эмитенты, представленные на рынке, то систематический риск нельзя устранить диверсификацией, т.е. распределением инвестиций между ценными бумагами различных компаний и отраслей.

Специфический (несистематический) риск возникает под воздействием уникальных, специфических для отдельной компании или отрасли факторов и влияет на доходы отдельных ценных бумаг. Поэтому специфический риск может быть сокращен путем диверсификации, т.е. распределения инвестиций между ценными бумагами различных компаний или отраслей, по-разному реагирующих на экономические события.

Согласно У. Шарпу, прибыль на каждую отдельную акцию строго коррелирует с общим рыночным индексом, что значительно упрощает процедуру нахождения эффективного портфеля. Анализируя поведение акций на рынке, Шарп пришёл к выводу, что вовсе не обязательно определять ковариацию каждой акции друг с другом. Вполне достаточно установить, как каждая акция взаимодействует со всем рынком. И поскольку речь идёт о ценных бумагах, то, следовательно, нужно взять в расчёт весь объем рынка ценных бумаг.

Риск индивидуальной акции может быть измерен тем, в какой мере данная акция стремится двигаться вверх и вниз вместе с рынком.

Тенденция акции «двигаться» вместе со всем рынком измеряется с помощью **коэффициента β (бета)**:

$$\beta = \frac{r_x \times \sigma_x}{\sigma} \quad (6.18)$$

r_x – корреляция между доходностью ценной бумаги и средним уровнем доходности ценных бумаг на рынке; σ_x – стандартное отклонение доходности по конкретной ценной бумаге; σ – стандартное отклонение доходности по рынку ценных бумаг в целом.

Уровень риска отдельных ценных бумаг определяется на основе таких значений:

$\beta = 1$ – средний уровень риска;

$\beta > 1$ – высокий уровень риска;

$\beta < 1$ – низкий уровень риска.

Данный коэффициент характеризует степень ее изменчивости по отношению к «средней акции», в качестве которой рассматривается акция, стремящаяся «двигаться» синхронно со всем рынком акций.

Таким образом, чем более рискованной является ценная бумага, тем больше должен быть и доход, который она приносит и наоборот.

6.6. Стратегии управления портфелем ценных бумаг

Различают **активный и пассивный подходы управления портфелем**. Основная задача активного управления состоит в прогнозировании размера возможных доходов от инвестированных средств. Характерно, что менеджер должен быть способен сделать это более точно, чем финансовый рынок, т.е. уметь опережать ход событий, а также претворить в реальность то, что подсказывает ему умозрительный анализ. Базовыми характеристиками активного управления являются:

– выбор ценных бумаг, приемлемых для портфеля;

– определение сроков покупки или продажи активов.

При активном управлении считается, что держание портфеля является временным. Когда разница в ожидаемых доходах, полученная в результате удачного или ошибочного решения или из-за изменения рыночных условий исчезает, составные части портфеля или весь портфель заменяются другими.

Активный подход к управлению портфелем предполагает: тщательное отслеживание и быстрое приобретение инструмен-

тов, соответствующих инвестиционным целям формирования портфеля; максимально быстрое избавление от активов, которые перестали удовлетворять предъявляемым требованиям, т.е. оперативную ревизию портфеля. При этом менеджер сопоставляет показатели дохода и риска по «новому» портфелю (после ревизии) с инвестиционными качествами «старого» портфеля.

Существуют четыре основные формы активного управления, которые базируются на свопинге, что означает постоянный обмен, ротация ценных бумаг через финансовый рынок.

1. Самая простая форма — это так называемый **«подбор чистого дохода»**, когда из-за временной рыночной неэффективности две идентичные ценные бумаги обмениваются по ценам, немного отличающимся от номинала. В итоге реализуется ценная бумага с более низким доходом, а взамен приобретается инструмент с более высокой доходностью.

2. Подмена — прием, при котором обмениваются две похожие, но не идентичные ценные бумаги.

3. Более сложной формой свопинга является **«сектор-своп»**, когда осуществляется перемещение ценных бумаг из разных секторов экономики, с различным сроком действия, доходом и т.п.

4. Операции, основанные на предвидении учетной ставки. Инвестор стремится удлинить срок действия портфеля, когда ставки снижаются и сократить срок действия, когда ставки растут. Чем больше срок действия портфеля, тем больше цена портфеля подвержена изменениям учетных ставок.

Приемы активного управления, применяемого к портфелям, состоящим из различных видов ценных бумаг, различны.

В рамках активного стиля управления портфелем **обыкновенных акций**, выделяют следующие стратегии:

– **стратегия акций роста** — основана на ожидании того, что компании, прибыль которых растет более быстрыми темпами (выше средних), со временем принесут больший (выше среднего) доход для инвесторов. Для таких акций, как правило, характерен высокий риск. При этом важно отбирать акции, цена которых на данный момент времени не отражает в достаточной степени высокие темпы роста доходов компании;

—**стратегия недооценённых акций** —**заключается в отборе акций с высоким дивидендным доходом**, или высоким отношением рыночной цены акции к ее балансовой стоимости, или низким отношением цена/доход (P/E). Разновидностью данного подхода является формирование портфеля из акций непопулярных в данный момент времени секторов и отраслей;

—**стратегия компании с низкой капитализацией**. Акции небольших по размеру компаний часто приносят более высокий доход, поскольку такие компании обладают большим потенциалом роста. Однако их акции имеют и более высокий риск;

—стратегия **Market timing**— выбор времени покупки и продажи ценных бумаг на основе анализа конъюнктуры рынка (покупать, когда цены низкие, и продавать, когда цены высокие). Если применение названных выше стратегий основано на результатах фундаментального анализа, то при данной стратегии основная роль принадлежит техническому анализу. Стратегия **Market timing** часто осуществляется путём изменения «**Бета-коэффициента**» по портфелю: если менеджер ожидает, что рынок будет «бычьим», то он будет инвестировать в акции с высокими значениями **Бета-коэффициента** и наоборот, если ожидается падение цен на рынке, то он будет инвестировать в ценные бумаги с низкими значениями.

В отношении **портфеля облигаций** используются следующие стратегии активного управления:

—стратегия **Market timing** применяется наиболее часто. Она основана на прогнозе рыночных процентных ставок. Если ожидается повышение процентных ставок, то менеджер будет стремиться к тому, чтобы сократить **дюрацию** (средневзвешенный срок жизни) портфеля с целью минимизировать убытки от снижения цен облигаций. Это достигается путем замены (операции своп) долгосрочных облигаций на краткосрочные. Напротив, если ожидается падение процентных ставок, менеджер удлинит дюрацию портфеля облигаций;

—**стратегия выбора сектора**. Портфель формируется из облигаций определенного сектора, находящегося, по мнению менеджера, в более благоприятных условиях — казначейских, муниципальных, корпоративных облигаций или, например, вы-

сокодоходных облигаций с низким кредитным рейтингом. Если ситуация на рынке меняется, происходит переключение на облигации другого сектора;

– **стратегия принятия кредитного риска.** В портфель отбираются (с помощью фундаментального анализа) те облигации, по которым, вероятно повышение кредитного рейтинга;

– **стратегия иммунизации портфеля облигаций.** Портфель облигаций иммунизирован против изменения процентной ставки, если риск реинвестирования и ценовой риск полностью компенсируют друг друга. Такой результат достигается, когда период владения портфелем совпадает с **длительностью портфеля**. Таким образом, иммунизация имеет место тогда, когда требуемый период владения портфелем облигаций равняется длительности данного портфеля. Таким образом активный стиль управления является весьма трудоемким и требует значительных трудовых и финансовых затрат, так как он связан с активной информационной и торговой деятельностью на финансовом рынке:

- 1) проведением самостоятельного анализа;
- 2) прогнозированием состояния рынка и его сегментов;
- 3) созданием собственной информационной базы.

Пассивное управление основано на представлении, что рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете времени и предполагает создание хорошо диверсифицированного портфеля. **Пассивные портфели** характеризуются низким оборотом, минимальным уровнем накладных расходов и низким уровнем специфического риска. Основной принцип пассивного стиля управления портфелем звучит так: **купить и держать**.

Применение пассивной стратегии управления портфелем основывается на выполнении следующих условий:

– **рынок является эффективным.** Это означает, что цены финансовых инструментов отражают всю имеющуюся информацию и считаются «справедливыми».

– **все инвесторы имеют одинаковые ожидания относительно дохода и риска по ценным бумагам**, поэтому нет необходимости совершать с ними сделки купли-продажи.

Типичный пассивный инвестор формирует свой портфель из комбинации безрискового актива и так называемого рыночного портфеля. Он не рассчитывает **«побить рынок»**, а лишь ожидает справедливого дохода по своему портфелю — вознаграждение за принимаемый им риск.

Примером пассивной стратегии может служить равномерное распределение инвестиций между выпусками ценных бумаг различной срочности — **метод «лестницы»**, когда приобретаются ценные бумаги различной срочности с распределением по срокам до окончания периода портфеля.

Простейшим подходом в рамках пассивного управления портфелем акций является попытка **«купить» рынок**. Такая стратегия часто называется методом индексного фонда.

Стратегии пассивного управления портфелем облигаций — **«купить и держать до погашения»**. При такой стратегии менеджер практически не уделяет внимания направлению изменения рыночных процентных ставок. Цель этого подхода заключается в получении дохода, превышающего уровень инфляции, при минимизации риска процентных ставок. Данная стратегия в основном применяется инвесторами, заинтересованными в получении высокого купонного дохода в течение длительного периода времени (например, страховые компании);

Метод индексных фондов. Управлять индексным фондом облигаций сложнее, чем фондом акций, поскольку, состав индексов по облигациям меняется чаще (одни выпуски погашаются, новые облигации выпускаются), а многие индексы включают в свой состав неликвидные облигации.

Индексный фонд — это портфель, созданный для зеркального отражения движения выбранного индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг. Чтобы добиться соответствия структуры портфеля структуре индекса, различные ценные бумаги включаются в портфель в такой же пропорции, как и при расчете индекса.

При пассивном управлении портфелем ценных бумаг применяется также **метод сдерживания портфелей**. Суть его состоит в инвестировании в неэффективные ценные бумаги. При этом выбираются акции с наименьшим соотношением цены к доходу, что позволяет получить доход от спекулятивных опе-

раций. Сначала, когда цена акций падает, их покупают, затем, когда цена возвращается к нормальному уровню, их продают.

Контрольные вопросы:

4. Из каких активов формируется инвестиционный портфель?
5. Почему портфель ценных бумаг следует формировать из нескольких активов?
6. Как определяется доходность портфеля?
7. Каким образом можно снизить степень риска портфеля?
8. Что представляет собой эффективная граница Марковица?
9. Как определяется эффективная структура портфеля в условиях использования безрисковых займов и кредитов?
10. В чем отличие модели Шарпа от модели Марковица?
11. Дайте определение номинальной, эмиссионной и курсовой цены облигации.
13. Что представляет собой текущая доходность облигации?
14. Как определяется доходность облигации к погашению?
15. В чем различие способов определения цены обыкновенных и привилегированных акций?
16. Охарактеризуйте различные виды риска в зависимости от источников его происхождения.
17. Обоснуйте, почему стандартное отклонение может служить показателем степени риска инвестиций.
18. Назовите этапы формирования портфеля ценных бумаг.
19. Назовите формы активного и пассивного управления инвестиционным портфелем.

Задания для самоконтроля

Задача 6.1.

Требуется определить текущую доходность облигации. Облигация номиналом 5000 руб. продаётся по цене 600 руб. Процентный доход в размере 20% годовых выплачивается раз в год.

Задача 6.2.

Рассчитайте текущую рыночную стоимость облигации. Номинал облигации — 2000 руб. Требуемая норма прибыли — 11% годовых, погашение облигации — через 365 дней.

Задача 6.3.

Определите рыночную цену привилегированной акции.

По привилегированной акции номиналом 40 тыс. руб. выплачивается дивиденд в размере 9 тыс. руб., если требуемая норма прибыли на данный тип акций составляет 18% годовых.

Задача 6.4.

Рассчитайте показатели: рыночная стоимость акции, текущий доход по акциям, дополнительный доход от продажи акций и совокупный доход по акциям. Организация приобрела 50 обыкновенных акций номиналом 1000 руб. (по цене 1000 руб. шт.) и 30 привилегированных акций номиналом 1000 руб. (по цене 900 руб. шт.). Дивиденды по обыкновенным акциям планируются в сумме 3,2 млн. руб., а дивиденды по привилегированным акциям 14%. В обращении находится 500 шт. обыкновенных акций. Ставка процента по кредиту 10% годовых.

ТЕСТЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

6.1 – Формирование инвестиционного портфеля базируется на принципах:

- а) оптимизация соотношения доходности и риска;
- б) обеспечение разбалансированности портфеля;
- в) оптимизация соотношения доходности и ликвидности;
- г) обеспечение управляемости портфеля.

6.2 – По приоритету инвестиций различают портфели:

- а) несбалансированный;
- б) портфель роста;
- в) агрессивный;
- г) сбалансированный.

6.3 – По соответствию целям выделяют портфели:

- а) портфель роста;
- б) агрессивный;
- в) сбалансированный;
- г) несбалансированный.

6.4 – По возможности изменения объема инвестированных ресурсов различают виды портфелей:

- а) пополняемый;
- б) агрессивный;
- в) не отзываемый;
- г) срочный.

6.5 – Зависимость между риском вложений в ценные бумаги и её доходностью заключается в следующем:

- а) чем выше риск, тем ниже доходность;
- б) чем ниже риск, тем выше доходность;
- в) степень риска не влияет на доходность ценной бумаги;
- г) чем выше риск, тем выше доходность.

6.6 – Систематический риск имеет признаки:

- а) вызывается частными событиями для отдельных предприятий;
- б) не может быть устранён диверсификацией;
- в) при его возникновении присущ всем объектам инвестирования;
- г) может быть уменьшен диверсификацией вложений.

6.7 – Специфический риск имеет признаки:

- а) инвестор может повлиять на факторы его возникновения при выборе объектов инвестирования;
- б) определяется внешними факторами, в целом по рынку;
- в) присущ конкретному объекту инвестирования;
- г) может быть устранён диверсификацией вложений.

6.8 – Несистематический риск инвестирования в ценные бумаги измеряется показателем:

- а) чистый дисконтируемый доход;
- б) среднеквадратическое отклонение;
- в) индекс рентабельности.

6.9 – Систематический риск инвестирования в ценные бумаги измеряется показателем:

- а) чистый дисконтируемый доход;
- б) среднеквадратическое отклонение;
- в) коэффициент Бета.

6.10 – Активное управление предполагает:

- а) приобретение наиболее эффективных ценных бумаг;
- б) сохранение портфеля в неизменном состоянии в течение всего периода его существования;
- в) создание диверсифицированного портфеля на длительный срок;
- г) максимально быстрое избавление от низкодоходных активов.

6.11 – Пассивное управление предполагает:

- а) сохранение портфеля в неизменном состоянии в течение всего периода его существования;
- б) максимально быстрое избавление от низкодоходных активов;
- в) приобретение наиболее эффективных ценных бумаг;
- г) создание диверсифицированного портфеля на длительный срок.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. (Части первая, вторая и третья) с изменениями [Электронный ресурс].
2. Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ (ред. от 29.12.2012) «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс]
3. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 №39-ФЗ (ред. от 12.12.2011) [Электронный ресурс]
4. Декларация ООН по окружающей среде и развитию. Рио-де-Жанейро, 1992 // http://www.un.org/ru/documents/decl_conv/declarations/riodecl.shtml.
5. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф. – СПб.: Питер, 1999. –416 с.
6. Бобылева А.З. Финансовый менеджмент: проблемы и решения: Сборник мини тем для обсуждения / А.З. Бобылева. - М.: Дело, 2007. – 336 с.
7. Виханский О.С. Стратегическое управление: учебник [Текст] / О.С. Виханский. – М.: «Экономист», 2008. –296 с.
8. Грант Р.М. Современный стратегический анализ. 5-е изд. [Текст] / СПб.: Питер, 2008.- 560 с.
9. Дафт Р.Л. Менеджмент [Текст] / Р.Л. Дафт. – СПб.: Питер, 2013. – 800 с.
10. Дафт Р. Организационная теория и дизайн [Текст] / Р. Дафт, Дж. Мерфи, Х. Уилмотт. – СПб.: Питер, 2013. – 640 с.
11. Инвестиции: учебник [Текст]/ [под ред. В.В. Ковалёва, В.В. Иванова, В.А. Лялина]. – М.: ТДК Велби, 2003 – 440 с.
12. Инвестиции: учебник [Текст] / Л.Л. Игонина. – М.: Магистр, М., 2008. – 749 с.
13. Инвестиции: учебное пособие [Текст] / Г.П. Подшиваленко, Н.И. Лахметкина [и др.]. – М.: КНОРУС, 2008. – 496 с.
14. Инвестиционный менеджмент: Учебный курс [Текст] / И.А. Бланк, СПб.: Эльга, Ника-Центр, 2002 - 448 с.
15. Инвестиционная стратегия предприятия: учебное пособие [Текст] / Н.И. Лахметкина. - М.: КНОРУС, 2006. - 184 с.
16. Каплан Р.С. Организация, ориентированная на стратегию / Р.С. Каплан, Д. П. Нортон.–М.: Олимп-Бизнес, 2005.-416 с.

17. Карминский А.М. Контроллинг: Учебник / [под ред. А.М. Карминский, С.Г. Фалько]. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 336 с.
18. Клейнер Г.Б. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегии, безопасность / Г.Б. Клейнер, В.Л. Тамбовцев, Р.М. Качалов. – М.: Экономика, 1997. – 547 с.
19. Ковалёв В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. / В.В. Ковалёв. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 560 с.
20. Коуз Р. Фирма, рынок и право [Текст] / Р. Коуз, Пер. с англ. М.: Новое издательство, 2007. – 224 с.
21. Курс МВА по стратегическому менеджменту [Текст] / [под ред. Л. Фэйз, Р. Рэнделл]. – М.: Альпина Бизнес, 2004. – 608 с.
22. Маркс К. Капитал. Том 2. [Текст] / К. Маркс, Ф. Энгельс. Собр. Соч. 2-е изд. – М.: Политиздат, 1981.
23. Мескон М. Основы менеджмента / М. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури. – М.: «Вильямс», 1997.
24. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности: 4-е изд. [Текст] / Г.В. Савицкая – М.: ИНФРА-М, 2008. – 512 с.
25. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации [Текст] / А.А. Томпсон, А.Дж. Стрикленд. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 928 с.
26. Управление устойчивым экономическим развитием предприятий на основе мониторинга ресурсного потенциала / Н.Ю. Псарева, Л.В. Шульгина, С.В. Овсянников // ФЭС: Финансы, Экономика, Стратегия. – Воронеж, 2013. – №12. С. 70-73
27. Стратегия опережающего развития в России в условиях глобального кризиса [Текст] / С.Ю. Глазьев. – М.: Экономика, 2010. – 255 с.
28. Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация [Текст] / О.И. Уильямсон. – Спб.: Лениздат, 1996. – 702 с.
29. Шеремет А.Д. Финансы предприятий / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 343 с.
30. Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты [Текст] / Пер. с англ. – М.: Дело, 2001. – 408 с.

Учебно-практическое пособие

**Овсянников Сергей Викторович
Давыдова Елена Юрьевна**

Подписано в печать 19.12.2014
Формат 60 х 84/16 . Бумага офсетная.
Усл. печ. л. 8,2 Тираж 100 экз. Заказ №301

Опечатано в типографии:
Воронежский ЦНТИ – филиал ФГБУ «РЭА» Минэнерго России
394036, г. Воронеж, пр. Революции, 30