



УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

СКИФ



Кафедра «Финансы и кредит»

Лекционный курс

Автор

Митина И.А.

Ростов-на-Дону,
2018

Аннотация

Лекции разработаны в соответствии с требованиями федерального государственного образовательного стандарта высшего образования, а также в соответствии с утвержденным учебным планом подготовки магистрантов по направлению 38.04.08 Финансы и кредит по профессионально – образовательной программе «Корпоративные финансы».

Курс лекций содержит основные темы дисциплины «Управление инвестиционными процессами компании» и раскрывает в краткой и доступной форме вопросы, образующие ее структуру.

Лекции предназначены для студентов - магистрантов всех форм обучения.



Автор

Митина И. А.–

к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит»

Сфера научных интересов - _____

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
Тема 1 Финансово – экономическое содержание инвестиций и	6
1 Экономическая сущность и значение инвестиций	6
2 Классификация инвестиционных ресурсов и инвестиций.....	7
3 Участники инвестиционного процесса и их характеристика	10
4 Сущность, цели и задачи инвестиционного менеджмента	11
Тема 2 Менеджмент реальных инвестиций	13
1 Реальные инвестиции предприятия и особенности их осуществления	13
2 Формы реального инвестирования и их характеристика	14
3 Основные этапы процесса управления реальными инвестициями предприятия	16
Тема 3 Инвестиционный проект: этапы, принципы и методы оценки.....	20
1 Инвестиционные проекты и их классификация	20
2 Основные принципы и этапы финансовой оценки инвестиционного проекта.....	22
3 Этапы оценки коммерческой эффективности проекта и их характеристика	24
4 Классификация денежных потоков инвестиционного проекта и принципы их оценки	25
5 Методы и критерии оценки эффективности инвестиционного проекта.....	26
6 Методы оценки риска инвестиционных проектов	30
7 Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции	32
Тема 4 Управление источниками финансирования инвестиций	36
1 Методы и формы финансирования инвестиционных проектов	36
2 Источники финансирования инвестиционных проектов в реальные активы	37
3 Понятие и экономическая сущность стоимости капитала	40
4 Модели определения стоимости собственного капитала	41
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	44

ВВЕДЕНИЕ

Текст лекций по дисциплине «Управление инвестиционными процессами компании» предназначен для подготовки магистрантов по направлению Финансы и кредит по профессионально – образовательной программе «Корпоративные финансы».

Целью дисциплины «Управление инвестиционными процессами компании» является формирование у обучающихся современного экономического мышления, знание научного инструментария анализа инвестиционных процессов, понимание роли инновационных методов управления финансовой деятельностью в ходе реализации корпоративных инвестиционных проектов, а также овладение практическими навыками реализации методов проектного управления инвестиционной деятельностью на микроуровне.

Основными задачами изучения курса выступают:

- изучение сущности, целей и задач инвестиционного менеджмента;
- формирование представлений о роли и месте принятия управленческих решений, связанных с инвестированием капитала на уровне предприятия (корпорации, фирмы) в системе управления финансами;
- изучение основных, используемых на практике методов оценки эффективности и рисков инвестиционных проектов, а также методов и форм их финансирования для применения их в инвестиционном менеджменте.

Ознакомление с текстом лекций «Управление инвестиционными процессами компании» и детальное его изучение позволяет выработать у обучающихся навыки подготовки и принятия эффективных экономических и инвестиционных решений.

В результате освоения дисциплины «Управление инвестиционными процессами компании» магистрант должен:

1. Знать:

- особенности, формы и этапы осуществления процесса реального инвестирования;
- методы обоснования экономических и финансовых показателей, на основе которых принимаются управленческие решения по осуществлению инвестиционных процессов компании.

2. Уметь:

- вычислять различные экономические показатели, позволяющие проанализировать данные, необходимые для решения управленческих задач;
- принимать эффективные решения на основе результатов, осуществленных финансовых вычислений.

3. Владеть:

- навыками оценки финансовой эффективности разрабатываемых инвестиционных проектов;
- навыками проведения анализа инвестиционных и финансовых рисков для принятия управленческих решений в проектной деятельности;
- навыками оптимизации разрабатываемых финансовых решений по проектам.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

Текст лекций содержит 4 основные темы курса «Управление инвестиционными процессами компании».

Тема 1 Финансово – экономическое содержание инвестиций и

инвестиционного менеджмента

Вопросы для обсуждения:

- 1 Экономическая сущность и значение инвестиций.**
- 2 Классификация инвестиционных ресурсов и инвестиций.**
- 3 Участники инвестиционного процесса и их характеристика.**
- 4 Сущность, цели и задачи инвестиционного менеджмента.**

1 Экономическая сущность и значение инвестиций

Роль инвестиций в развитии экономики проявляется в их воздействии на экономический рост, объем производства и занятости, структурные сдвиги развития отраслей отдельных регионов и сфер экономической деятельности.

Уровень развития экономики во много определяется физическими объемами инвестиций. По оценкам экспертов, примерно каждые 3% роста инвестиций означает 1% прироста ВВП. Индикатором состояния экономики является динамика показателей валовых и чистых инвестиций.

Валовые инвестиции – совокупный объем инвестируемых средств, направляемых в основной капитал и в материально-производственные запасы в течении определенного периода времени.

Чистые инвестиции отражают сумму валовых инвестиций, уменьшенную на величину амортизационных отчислений в течении определенного периода времени. Увеличение масштабов инвестиций должно сопровождаться ростом эффективности их использования. Изменение объемов чистых инвестиций ведет к изменению доходов в экономике.

Процесс обновления экономической эффективности представляет собой сложный комплекс последовательно выполняемых расчетных процедур, которые реализуются различными путями, поэтому понятие «инвестиции» может трактоваться по разному.

Инвестиции – это поток платежей, которые связаны с первоначальными выплатами (оттоками) и поступлением в последующем денежных средств (притоками).

Инвестиции – это средства, вкладываемые в объекты предпринимательской или иной деятельности с целью получения прибыли или достижения иного полезного эффекта. Инвестиции, как экономическая категория, представляет собой совокупность долгосрочных вложений финансовых, трудовых, материальных интеллектуальных ресурсов в различные виды деятельности с целью получения прибыли или иного полезного эффекта.

Под инвестициями понимаются не только затраты, связанные с капитальными вложениями в проект, а также вложения в оборотный капитал.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

Пределно упрощенное толкование инвестиции – ряд денежных потоков. Первый из этих потоков представляет собой первоначальные (стартовые) инвестиционные затраты (расходы). Они могут быть однократными или многократными на протяжении цикла (срока) жизни (реализации) инвестиционного проекта.

В литературе называются оттоками, которые естественно оцениваются отрицательно в следствии расхода денежных средств.

Денежные средства, которые поступают на протяжении всего периода реализации инвестиционного проекта, называют притоком.

Инвестирование – процесс помещения денег в специально выбранные финансовые инструменты, в том числе ценные бумаги, с целью увеличения ценности или получения дохода.

Инвестиционная деятельность – вложение инвестиций или инвестирование, заключающиеся в осуществлении практических действий с целью получения прибыли или иного полезного эффекта.

2 Классификация инвестиционных ресурсов и инвестиций

Концептуальный подход к формированию инвестиций должен учитывать ряд условий (признаков): объект и источники финансирования, территориальную и государственную принадлежность инвесторов, форму собственности, характер участия в проекте, направление и сроки действия, степень риска и влияние на результат.

В практике финансовой и производственно-хозяйственной деятельности, в зависимости от объектов вложения средств различают следующие виды инвестиций:

- реальные (капиталообразующие);
- портфельные;
- инвестиции в нематериальные активы.

Основную (большую) часть реальных инвестиционных вложений, товаро производящие предприятия составляют капитальные вложения, то есть вложения в нефинансовые активы (затраты на инженерные изыскания, выполнение проектных работ, строительно-монтажных, приобретение оборудования, ТС)

Всю совокупность инвестиций осуществляемых в форме капитальных вложений можно подразделить на следующие виды:

1. Оборонительные инвестиции, направленные на снижение риска по приобретению сырья, комплектующих изделий, на защиту от конкурентов и др.
2. Наступательные инвестиции – связаны с поиском нанотехнологий с целью поддержания высокотехнологичного уровня производимой продукции.
3. Социальные инвестиции – направлены на улучшение условий труда
4. Обязательные инвестиции – связаны с обеспечением государственно-экологических стандартов, требование безопасности продукции.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

5. Представительские инвестиции – направлены на поддержание престижа предприятий.

В совокупности, капитальные вложения и вложения в оборотные средства составляют реальные инвестиции.

Портфельные инвестиции представляют собой вложение средств в покупку акций и ценных бумаг государства, других организаций с целью увеличения финансового (непроизводственного) капитала за счет получения дивидендов по ценным бумагам.

Портфель – совокупность собранных воедино различных инвестиционных ценностей, служащие инструментом для достижения конкретной инвестиционной цели вкладчика.

К инвестициям в нематериальные активы относятся: вложения на приобретение имущественных прав и прав владения в денежном эквиваленте земельными участками или другим имуществом, лицензии на права собственности, секреты производства, товарные знаки, фирменные наименования и т.д.

По степени риска различают агрессивные, умеренные и консервативные инвестиции.

Агрессивные характеризуются высокой степенью риска и доходности, но низкой ликвидностью. Умеренные отличаются средней степенью риска, но достаточно прибыльны и ликвидны. Консервативные отличаются пониженным риском, высокой надежностью и ликвидностью, но более низкая степень доходности.

Все рискованные вложения в мировой практике принято обозначать термином «венчурный капитал». В данном случае риск возникает при осуществлении вложений в акции новых предприятий или предприятий, функционирующих в новых сферах бизнеса, а также финансирование малых инновационных фирм.

Различные инвесторы также в одних и тех же инвестиционных проектах принимают различное участие. Степень такого участия определяется целями и задачами инвестирования, побудительными мотивами, поэтому по характеру участия в инвестиционном проекте различают:

Прямые инвестиции: в данном случае, инвестор непосредственно участвует в инвестиционном процессе, самостоятельно определяя при этом объект инвестирования, источники финансирования.

Непрямое инвестирование: в данном случае денежные средства вкладываются в ценные бумаги, выпускаемые финансовыми посредниками. Тем не менее решение о размещении средств, в заинтересовавшем его инвестиционном проекте, инвестор принимает по своему усмотрению.

Фактор времени в рыночной экономике играет главенствующую роль, ускорение сроков реализации инвестиционных проектов и программ прежде всего ускоряет отдачу вкладываемых инвесторами финансовых средств и других капиталов за счет ускорения выпуска и реализации продукции, работ, услуг.

В связи с вышеизложенным, особую актуальность приобретает группировка инвестиций по срокам вложения:

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

Краткосрочные – вложение средств в период времени до 1 года и они носят спекулятивный характер.

Среднесрочные инвестиции – вложения осуществляются от 1 года до 3 лет.

Долгосрочные инвестиции – вложения на более длительный срок свыше 3 лет.

Стратегия развития любого предприятия, с момента его создания, предполагает постоянное увеличение объема производства продукции, оказании услуг, укрупнение позиций на товарных рынках, расширение сферы влияния путем диверсификации (множественность вариантов, рассредоточение) деятельности. В этом случае не обойтись без дополнительных инвестиций, позволяющих совершенствовать производственный и экономический потенциал. Темпы развития предприятия находятся в прямой зависимости от направлений вложений денежных и других средств:

Начальные (нетто) инвестиции: связаны с созданием или приобретением предприятия;

Экстенсивные инвестиции: позволяют расширить производство;

Рей инвестиции: обеспечивают вложение свободных (высвобожденных) инвестиционных средств в покупку или изготовление новых производственных фондов.

Брутто-инвестиции: состоят из средств на создание (нетто-инвестиции) и реконструкцию производства (рей инвестиции).

В зависимости от государственной принадлежности инвесторов и формы собственности:

Государственные: осуществляются органами власти различного уровня за счет средств бюджета, внебюджетных фондов или заемных средств.

Частные: граждане, а также предприятия негосударственной формы собственности (акционерные общества, товарищества, кооперативы и их ассоциации) все чаще приобретают различные ценные бумаги (акции, облигации).

Иностранные: вложение средств производит иностранная компания или иностранное физическое лицо или международная общественная организация.

Совместные: иногда государство, имея общие цели, может объединиться для инвестирования какого-либо проекта с отечественными негосударственными физическими или юридическими лицами или представителями иностранных государств.

В зависимости от территориальной принадлежности инвесторов:

Внутренние.

Внешние: как привлекаемые страной из-за рубежа, так и вывозимые за рубеж в виде прямых инвестиций или косвенного инвестирования путем покупки различных ценных бумаг иностранными компаниями.

3 Участники инвестиционного процесса и их характеристика

Субъект инвестирования – это предприятия (организации), использующие инвестиции для поставленных предпринимательских целей и решения сформулированных задач.

В качестве субъектов инвестиционной деятельности могут выступать:

1. Инвесторы – субъекты инвестиционной деятельности, принимающие решения о вложении собственных, заемных и привлеченных, имущественных и интеллектуальных ценностей, при этом они могут выступать в роли вкладчиков, кредиторов, покупателей, а также выполнять функции любого участника инвестиционной деятельности.

2. Российские и иностранные граждане, юридические лица, государство, правительство.

3. Исполнители работ: подрядчики, субподрядчики.

4. Поставщики товара, материальных ценностей, производственного оборудования, технологий, необходимой проектно-конструкторской информации.

5. Юридические лица: банковские, страховые и посреднические организации.

6. Пользователи объектами инвестирования.

Объекты инвестиционной деятельности:

1. Вновь создаваемые объекты или реконструируемые действующие предприятия.

2. Расширение действующего предприятия, строительство второй и последующих очередей функционирующего предприятия.

3. Расширение существующих цехов с целью увеличения производственной мощности.

4. Техническое перевооружение предприятий, направленное на повышение технико-экономического уровня производства в целом и отдельных его подразделений.

5. Модернизируемые основные производственные фонды предприятия.

6. Оборотные средства.

7. Ценные бумаги (акции, облигации, сертификаты и т.п.).

8. Целевые денежные накопительные вклады.

9. Новая научно-техническая продукция (пакеты прикладных программ).

10. Интеллектуальные ценности (изобретения, ноу-хау, научные разработки).

11. Имущественные права (владение каким-либо имуществом производственного назначения).

12. Реальное личное имущество (золото, антиквариат, произведение искусства).

13. Имущественные вложения в реальные активы фирмы.

Запрещается инвестирование в объекты, создание и использование которых не отвечают требованиям санитарно-гигиенических, экологических и других норм, технических условий, стандартов, установленных законодательством РФ, а также, если они наносят ущерб охраняемым законам, правам и интересам граждан, юридическим лицам и государству.

4 Сущность, цели и задачи инвестиционного менеджмента

Вопросы подготовки и принятия управленческих решений, связанных с инвестированием капитала на уровне предприятия (корпорации, фирмы), рассматривались на первоначальном этапе как одно из обособленных направлений системы финансового менеджмента, который оформился в специализированную область на рубеже 19-20 веков. В системе финансового менеджмента они рассматривались как «долгосрочные финансовые решения», связанные с развитием предприятия. В самостоятельную отрасль знаний инвестиционный менеджмент оформился в 50-е годы 20 века в связи с интенсивным развитием исследований в сфере портфельного инвестирования.

С формированием портфельной теории связано возникновение и самого термина – инвестиционный менеджмент, под которым первоначально понималась система управления финансовыми инвестициями предприятия. Позднее инвестиционный менеджмент включил в свою систему и рассмотрение вопросов реального инвестирования.

Система научно-практических знаний, связанная с проблемами инвестиций и инвестиционной политики, получила название инвестиционный менеджмент. Комплекс вопросов, связанных с инвестиционной деятельностью предприятия, является предметом относительно новой отрасли знаний - инвестиционного менеджмента. В настоящее время инвестиционный менеджмент является одной из наиболее динамично развивающихся областей знаний.

Инвестиционный менеджмент представляет собой процесс управления реальными, а не условными финансовыми потоками. Инвестиционный менеджмент представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с осуществлением различных аспектов инвестиционной деятельности предприятия.

Эффективное управление инвестиционной деятельностью предприятия обеспечивается реализацией ряда принципов:

1. Взаимодействие с общей системой управления предприятием. Обеспечение эффективности всех сфер деятельности предприятия прямо или косвенно связано с выбором направлений и форм инвестирования, обеспечением роста эффективности операционной деятельности, оптимальным финансированием инвестиционных проектов, внедрением достижений технологического прогресса и т.п.

2. Комплексный характер формирования управленческих решений.

3. Динамизм управления. Системе управления инвестиционной деятельностью должен быть присущ высокий динамизм, учитывающий изменение факторов внешней среды, потенциала формирования финансовых ресурсов, темпов экономического развития, форм организации производственной и финансовой деятельности, финансового состояния и других параметров функционирования предприятия.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

4. Вариативность подходов к разработке отдельных управленческих решений. Реализация этого принципа предполагает, что подготовка каждого управленческого решения в сфере формирования инвестиций и инвестиционных ресурсов предприятия должна учитывать альтернативные возможности действий.

5. Ориентированность на стратегические цели развития предприятия.

Эффективная система управления инвестициями, организованная с учетом изложенных принципов, создает основу высоких темпов развития предприятия, достижения необходимых конечных результатов его инвестиционной деятельности и постоянного роста его рыночной стоимости.

С учетом содержания и принципов управления инвестиционной деятельностью формируются его цели и задачи.

Рассматривая главную цель управления инвестиционной деятельностью, следует отметить, что она неразрывно связана с главной целью хозяйственной деятельности предприятия в целом и реализуется с ней в едином комплексе. С учетом изложенного *главной целью* инвестиционного менеджмента является *обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде*.

В процессе реализации своей главной цели управление инвестиционной деятельностью предприятия направлено на решение следующих основных задач:

1. Обеспечение достаточной инвестиционной поддержки высоких темпов развития операционной деятельности предприятия.

2. Обеспечение максимальной доходности (прибыльности) отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом при предусматриваемом уровне инвестиционного риска.

3. Обеспечение минимизации инвестиционного риска отдельных реальных и финансовых инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия в целом при предусмотренном уровне их доходности (прибыльности).

4. Обеспечение оптимальной ликвидности инвестиций и возможностей быстрого реинвестирования капитала при изменении внешних и внутренних условий осуществления инвестиционной деятельности.

5. Обеспечение формирования достаточного объема инвестиционных ресурсов и оптимальной их структуры в соответствии с прогнозируемыми объемами инвестиционной деятельности.

6. Обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе осуществления инвестиционной деятельности.

7. Поиск путей ускорения реализации действующей инвестиционной программы предприятия.

Все перечисленные задачи инвестиционного менеджмента взаимосвязаны, хотя отдельные из них носят разнонаправленный характер (например, обеспечение максимизации доходности инвестиций при минимизации инвестиционного риска; обеспечение финансового равновесия предприятия в процессе осуществления инвестиционной деятельности и обеспечение максимальной доходности инвестиций и т.п.). Поэтому в процессе управления инвестиционной деятельностью предприятия отдельные задачи

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

должны быть оптимизированы между собой для эффективной реализации его главной цели.

Ранжирование отдельных задач управления инвестиционной деятельностью осуществляется путем определения значимости (задания весов) каждой из них исходя из их приоритетности с позиций развития предприятия и менталитета инвестиционного поведения его собственников или менеджеров.

Инвестиционный менеджмент, как и любая управляющая система предполагает наличие определенного объекта управления. Таким объектом управления выступают инвестиции предприятия и его инвестиционная деятельность. Особенности формирования инвестиционных ресурсов, направления и формы инвестиционной деятельности и связанные с ней денежные потоки существенно различаются на отдельных предприятиях.

Тема 2 Менеджмент реальных инвестиций

Вопросы для обсуждения:

- 1 Реальные инвестиции предприятия и особенности их осуществления.**
- 2 Формы реального инвестирования и их характеристика.**
- 3 Основные этапы процесса управления реальными инвестициями предприятия.**

1 Реальные инвестиции предприятия и особенности их осуществления

Основу инвестиционной деятельности предприятия составляет реальное инвестирование. На большинстве предприятий в современных условиях оно является единственным направлением инвестиционной деятельности. Это определяет высокую роль управления реальными инвестициями в системе инвестиционной деятельности предприятия.

Осуществление реальных инвестиций характеризуется рядом особенностей, основными из которых являются:

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

2. *Реальное инвестирование находится в тесной взаимосвязи с операционной деятельностью предприятия.* Задачи увеличения объема производства и реализации продукции, расширения ассортимента производимых изделий и повышения их качества, снижения текущих операционных затрат решаются, как правило, в результате реального инвестирования. В свою очередь, от реализованных предприятием реальных инвестиционных проектов во

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

многим зависят параметры будущего операционного процесса, потенциал возрастания объемов его операционной деятельности.

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

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

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

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

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

2 Формы реального инвестирования и их характеристика

Реальные инвестиции осуществляются предприятиями в разнообразных формах, основными из которых являются следующие.

1. *Приобретение целостных имущественных комплексов.* Оно представляет собой инвестиционную операцию крупных предприятий, обеспечивающую отраслевую, товарную или региональную диверсификацию их деятельности. Эта форма реальных инвестиций обеспечивает обычно «эффект синергизма», который заключается в возрастании совокупной стоимости активов обоих предприятий (в сравнении с их балансовой стоимостью) за счет возможностей более эффективного использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и номенклатуры выпускаемой продукции, возможностей снижения уровня операционных затрат, совместного

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

использования сбытовой сети на различных региональных рынках и других аналогичных факторов.

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

3. *Перепрофилирование.* Оно представляет собой инвестиционную операцию, обеспечивающую полную смену технологии производственного процесса для выпуска новой продукции.

4. *Реконструкция.* Она представляет собой инвестиционную операцию, связанную с существенным преобразованием всего производственного процесса на основе современных научно-технических достижений. Ее осуществляют в соответствии с комплексным планом реконструкции предприятия в целях радикального увеличения его производственного потенциала, существенного повышения качества выпускаемой продукции, внедрения ресурсосберегающих технологий и т.п. В процессе реконструкции может осуществляться расширение отдельных производственных зданий и помещений (если новое технологическое оборудование не может быть размещено в действующих помещениях), строительство новых зданий и сооружений того же назначения вместо ликвидируемых на территории действующего предприятия, дальнейшая эксплуатация которых по технологическим или экономическим причинам признана нецелесообразной.

5. *Модернизация.* Она представляет собой инвестиционную операцию, связанную с совершенствованием и приведением активной части производственных основных средств в состояние, соответствующее современному уровню осуществления технологических процессов, путем конструктивных изменений основного парка машин, механизмов и оборудования, используемых предприятием в процессе операционной деятельности.

6. *Обновление отдельных видов оборудования.* Оно представляет собой инвестиционную операцию, связанную с заменой (в связи с физическим износом) или дополнением (в связи с ростом объемов деятельности или необходимостью повышения производительности труда) имеющегося парка оборудования отдельными новыми их видами, не меняющими общей схемы осуществления технологического процесса. Обновление отдельных видов оборудования характеризует, в основном, процесс простого воспроизводства активной части производственных основных средств.

7. *Инновационное инвестирование в нематериальные активы.* Оно представляет собой инвестиционную операцию, направленную на использование в операционной и других видах деятельности предприятия новых научных и технологических знаний в целях достижения коммерческого успеха. Инновационные инвестиции в нематериальные активы осуществляются в двух основных формах:

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

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

- путем разработки новой научно-технической продукции (как в рамках самого предприятия, так и по его заказу соответствующими инжиниринговыми фирмами).

Осуществление инновационного инвестирования в нематериальные активы позволяет существенно повысить технологический потенциал предприятия во всех сферах его хозяйственной деятельности.

8. *Инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов.* Оно представляет собой инвестиционную операцию, направленную на расширение объема используемых операционных оборотных активов предприятия, обеспечивающую тем самым необходимую пропорциональность (сбалансированность) в развитии внеоборотных и оборотных операционных активов в результате осуществления инвестиционной деятельности. Необходимость этой формы инвестирования связана с тем, что любое расширение производственного потенциала, обеспечиваемое ранее рассмотренными формами реального инвестирования, определяет возможность выпуска дополнительного объема продукции. Однако эта возможность может быть реализована только при соответствующем расширении объема использования материальных оборотных активов отдельных видов (запасов сырья, материалов, полуфабрикатов, малоценных и быстроизнашивающихся предметов и т. п.).

Все перечисленные формы реального инвестирования могут быть сведены к трем основным его направлениям:

- капитальному инвестированию или капитальным вложениям (первые шесть форм);
- инновационному инвестированию (седьмая форма);
- инвестированию прироста оборотных активов (восьмая форма).

Выбор конкретных форм реального инвестирования предприятия определяется задачами отраслевой, товарной и региональной диверсификации его деятельности (направленными на расширение объема операционного дохода), возможностями внедрения новых ресурсов – и трудосберегающих технологий (направленными на снижение уровня операционных затрат), а также потенциалом формирования инвестиционных ресурсов (капитала в денежной и иных формах, привлекаемого для осуществления вложений в объекты реального инвестирования).

3 Основные этапы процесса управления реальными инвестициями предприятия

Специфический характер реального инвестирования и его форм предопределяет определенные особенности его осуществления на предприятии. При высокой инвестиционной активности предприятия с целью

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

повышения эффективности управления реальными инвестициями разрабатывается специальная политика такого управления.

Политика управления реальными инвестициями представляет собой часть общей инвестиционной стратегии предприятия, обеспечивающей подготовку, оценку и реализацию наиболее эффективных реальных инвестиционных проектов.

Процесс формирования политики управления реальными инвестициями предприятия осуществляется в разрезе следующих основных этапов.

1. *Анализ состояния реального инвестирования в предшествующем периоде.* В процессе этого анализа оценивается уровень инвестиционной активности предприятия в предшествующем периоде и степень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ.

На первой стадии анализа изучается динамика общего объема инвестирования капитала в прирост реальных активов, удельный вес реального инвестирования в общем объеме инвестиций предприятия в предплановом периоде.

На второй стадии анализа рассматривается степень реализации отдельных инвестиционных проектов и программ, уровень освоения инвестиционных ресурсов, предусмотренных на эти цели, в разрезе объектов реального инвестирования.

На третьей стадии анализа определяется уровень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ, уточняется необходимый объем инвестиционных ресурсов для полного их завершения.

2. *Определение общего объема реального инвестирования в предстоящем периоде.* Основой определения этого показателя является планируемый объем прироста основных средств предприятия в разрезе отдельных их видов, а также нематериальных и оборотных активов, обеспечивающий прирост объемов его производственно-коммерческой деятельности. Объем этого прироста уточняется с учетом динамики объема ранее неоконченного капитального строительства (незавершенных капитальных вложений).

3. *Определение форм реального инвестирования.* Эти формы определяются, исходя из конкретных направлений инвестиционной деятельности, обеспечивающих воспроизводство его основных средств и нематериальных активов, а также расширение объема собственных оборотных активов.

4. *Поиск отдельных объектов инвестирования и оценка их соответствия направлениям инвестиционной деятельности предприятия.* В процессе реализации этого направления инвестиционной политики изучается текущее предложение на инвестиционном рынке; отбираются для изучения отдельные реальные инвестиционные объекты, наиболее полно соответствующие направлениям инвестиционной деятельности предприятия (ее отраслевой и региональной диверсификации); рассматриваются возможности и условия приобретения отдельных активов (техники, технологий и т.п.) для обновления состава действующих их видов; проводится тщательная экспертиза отобранных объектов инвестирования.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

5. *Подготовка бизнес-планов реальных инвестиционных проектов.* Все формы крупнообъемных реальных инвестиций (кроме обновления отдельных видов механизмов и оборудования в связи с их износом) рассматриваются как реальные инвестиционные проекты. Подготовка таких инвестиционных проектов требует разработки их бизнес-планов в рамках самого предприятия. Для небольших реальных инвестиционных проектов допускается разработка краткого варианта бизнес-плана (с изложением только тех разделов, которые прямо определяют целесообразность их осуществления).

6. *Обеспечение высокой эффективности реальных инвестиций.* Отобранные на предварительном этапе объекты инвестирования анализируются с позиции их экономической эффективности. При этом для каждого объекта инвестирования используется конкретная методика оценки эффективности. По результатам оценки проводится ранжирование отдельных инвестиционных проектов по критерию их эффективности (доходности). При прочих равных условиях отбираются для реализации те объекты реального инвестирования, которые обеспечивают наибольшую доходность.

7. *Обеспечение минимизации уровня рисков, связанных с реальным инвестированием.* В процессе реализации этого направления инвестиционной политики должны быть идентифицированы и оценены риски, присущие каждому конкретному объекту инвестирования. По результатам оценки проводится ранжирование отдельных объектов инвестирования по уровню их рисков и отбираются для реализации те из них, которые при прочих равных условиях обеспечивают минимизацию инвестиционных рисков. Наряду с рисками отдельных объектов инвестирования, оцениваются инвестиционные риски, связанные с реальным инвестированием в целом. Это направление инвестиционной деятельности связано с отвлечением собственного капитала в больших размерах и, как правило, на длительный период, что может привести к снижению уровня платежеспособности предприятия по текущим обязательствам.

Кроме того, финансирование отдельных инвестиционных проектов осуществляется часто за счет привлечения значительного объема заемного капитала, что может привести к снижению финансовой устойчивости предприятия в долгосрочном периоде. Поэтому в процессе формирования данной инвестиционной политики следует заранее прогнозировать, какое влияние инвестиционные риски окажут на доходность, платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия.

8. *Обеспечение ликвидности объектов реального инвестирования.* Осуществляя реальное инвестирование, следует предусматривать, что в силу существенных изменений внешней инвестиционной среды, конъюнктуры инвестиционного рынка или стратегии развития предприятия в предстоящем периоде по отдельным объектам реального инвестирования может резко снизиться ожидаемая доходность, повыситься уровень рисков, снизиться значение других показателей инвестиционной привлекательности для предприятия. Это потребует принятия решения о своевременном выходе ряда объектов реального инвестирования из инвестиционной программы предприятия (путем их продажи) и реинвестирования капитала. С этой целью

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

по каждому объекту реального инвестирования должна быть оценена степень ликвидности инвестиций. По результатам оценки проводится ранжирование отдельных реальных инвестиционных проектов по критерию их ликвидности. При прочих равных условиях отбираются для реализации те из них, которые имеют наибольший потенциальный уровень ликвидности.

9. *Формирование программы реальных инвестиций.* Отобранные в процессе оценки эффективности реальные инвестиционные проекты подлежат дальнейшему рассмотрению с позиций уровня рисков их реализации и других показателей, связанных с целями их осуществления. На основе такой всесторонней оценки с учетом планового объема инвестиционных ресурсов предприятие формирует свою программу реальных инвестиций на предстоящий период. Если эта программа сформирована по определяющей приоритетной цели (максимизация доходности, минимизация инвестиционного риска и т.п.), то необходимости в дальнейшей оптимизации программы реальных инвестиций не возникает. Если же предусматривается сбалансированность отдельных целей, то портфель оптимизируется по различным целевым критериям для достижения их сбалансированности, после чего принимается к непосредственной реализации.

10. *Обеспечение реализации отдельных инвестиционных проектов и инвестиционной программы.* Основными документами, обеспечивающими реализацию каждого конкретного реального инвестиционного проекта, являются капитальный бюджет и календарный график реализации инвестиционного проекта. Капитальный бюджет разрабатывается обычно на период до одного года и отражает все расходы и поступления средств, связанные с реализацией реального проекта. Календарный график реализации инвестиционного проекта (программы) определяет базовые периоды времени выполнения отдельных видов работ и возложение ответственности исполнения (а соответственно, и рисков невыполнения отдельных этапов работ) на конкретных представителей заказчика (предприятия) или подрядчика в соответствии с их функциональными обязанностями, изложенными в контракте на выполнение работ.

Все формы реального инвестирования проходят три основные стадии (фазы), составляющие в совокупности цикл этого инвестирования:

- прединвестиционная стадия, в процессе которой разрабатываются варианты альтернативных инвестиционных решений, проводится их оценка и принимается к реализации конкретный их вариант;
- инвестиционная стадия, в процессе которой осуществляется непосредственная реализация принятого инвестиционного решения;
- постинвестиционная (эксплуатационная) стадия, в процессе которой обеспечивается контроль над достижением предусмотренных параметров инвестиционных решений в процессе эксплуатации объекта инвестирования.

Основу прединвестиционной стадии цикла реального инвестирования составляет подготовка инвестиционного проекта (аналогом этого термина выступают «бизнес-план», «технико-экономическое обоснование» и др.).

Инвестиционный проект представляет собой основной документ, определяющий необходимость осуществления реального инвестирования, в

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

котором в общепринятой последовательности разделов излагаются основные характеристики проекта и финансовые показатели, связанные с его реализацией.

Тема 3 Инвестиционный проект: этапы, принципы и методы оценки

Вопросы для обсуждения:

1 Инвестиционные проекты и их классификация.

2 Основные принципы и этапы финансовой оценки инвестиционного проекта.

3 Этапы оценки коммерческой эффективности проекта и их характеристика.

4 Классификация денежных потоков инвестиционного проекта и принципы их оценки.

5 Методы и критерии оценки эффективности инвестиционного проекта.

6 Методы оценки риска инвестиционных проектов.

7 Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции.

8 Бизнес – план инвестиционного проекта.

1 Инвестиционные проекты и их классификация

Федеральным законом РФ «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений» определено следующее понятие инвестиционного проекта. «Инвестиционный проект — это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план)».

Под *приоритетным* инвестиционным проектом понимается проект, суммарный объем капитальных вложений в который соответствует требованиям законодательства РФ, включенный в перечень, утверждаемый Правительством Российской Федерации.

Таким образом, в инвестиционном проекте всегда имеет место инвестиция (отток капитала) и последующие поступления (приток средств). Инвестиция в этом случае может рассматриваться как единовременное, т.е. «привязанное» к некоторому моменту времени, вложение капитала. Нередко при реализации крупных инвестиционных проектов имеет место ситуация, когда производственные мощности вводятся так называемыми очередями, чтобы ускорить отдачу и повысить эффективность инвестиций. В этом случае инвестиции осуществляются в виде серии последовательных вложений капитала.

Два анализируемых проекта называются *независимыми*, если решение о принятии одного из них не влияет на решение о принятии другого.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

Два анализируемых проекта называются *альтернативными*, если они не могут быть реализованы одновременно, т.е. принятие одного из них автоматически означает, что второй проект должен быть отвергнут.

Выделяют четыре основных фактора (классификационных признака), которые определяют каждый конкретный проект:

- масштаб (размер) проекта;
- сроки реализации;
- качество;
- ограниченность ресурсов;
- степень риска.

С точки зрения *масштабности* проекты делятся на:

- *малые проекты*, которые допускают ряд упрощений в процедуре проектирования и реализации, формировании команды проекта;
- *мегапроекты* - целевые программы, содержащие несколько взаимосвязанных проектов, объединенных общей целью, выделенными ресурсами и отпущенным на их выполнение временем. Такие программы могут быть международными, национальными, региональными.

Мегапроекты обладают рядом отличительных черт:

- высокой стоимостью (порядка 1 млрд долл. и более);
- капиталоемкостью — потребность в финансовых средствах в таких проектах требует нетрадиционных (акционерных, смешанных) форм финансирования;
- трудоемкостью;
- длительностью реализации (5–7 и более лет);
- отдаленностью районов реализации, следовательно, дополнительными затратами на инфраструктуру.

Особенности мегапроектов требуют учета ряда факторов: распределения элементов проекта по разным исполнителям и необходимость координации их деятельности; необходимость анализа социально-экономической среды региона, страны в целом, а возможно, и ряда стран – участниц проекта; разработку и постоянное обновление плана проекта.

С точки зрения *срока реализации* проекты делятся на:

- *краткосрочные проекты*. Они обычно реализуются на предприятиях по производству новинок различного рода, опытных установках, восстановительных работах. На таких объектах заказчик обычно идет на увеличение окончательной (фактической) стоимости проекта против первоначальной, поскольку более всего он заинтересован в скорейшем его завершении;

- *средне- и долгосрочные проекты*. Отличаются только сроками исполнения, и для них характерно затягивание фазы первоначального планирования.

С точки зрения *качества*, проекты делятся на *дефектные* и *бездефектные*. *Бездефектные* проекты в качестве доминирующего фактора используют повышенное качество. Обычно стоимость бездефектных проектов весьма высока и измеряется сотнями миллионов и даже миллиардами долларов.

Учитывая фактор *ограниченности ресурсов*, можно выделить *мульти-, моно- и международные проекты*:

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

Мультипроекты используют в тех случаях, когда замысел заказчика проекта относится к нескольким взаимосвязанным проектам, каждый из которых не имеет своего ограничения по ресурсам. Мультипроектом считается выполнение множества заказов (проектов) и услуг в рамках производственной программы фирмы, ограниченной ее производственными, финансовыми, временными возможностями и требованиями заказчиков.

Монопроекты выступают в качестве альтернативы мультипроектам. Такие проекты имеют четко очерченные ресурсные, временные и прочие рамки, реализуемые единой проектной командой и представляющие собой отдельные инвестиционные, социальные и прочие проекты.

Международные проекты обычно характеризуются значительной сложностью и стоимостью. Их отличает также важная роль в экономике и политике тех стран, для которых они разрабатываются.

В зависимости от *степени риска* инвестиционные проекты можно классифицировать следующим образом:

- *безрисковые* проекты – это проекты, связанные с обеспечением юридических, санитарных, экологических и прочих норм;
- проекты, *предполагающие невысокий уровень риска* – проекты, связанные со снижением себестоимости продукции;
- проекты *со средним уровнем риска* – проекты, связанные с расширением производства продукции, реализации товаров и услуг;
- проекты *с высоким уровнем риска* – проекты, связанные с производством новой продукции, продукции неизвестной на рынке;
- проекты, *генерирующие очень высокий уровень риска* – проекты, связанные с научными исследованиями и разработкой новой продукции и/или технологии.

2 Основные принципы и этапы финансовой оценки инвестиционного проекта

Оценка эффективности инвестиционного проекта осуществляется с учетом всех основных принципов принятия финансовых решений, а именно:

- инвестиционный проект рассматривается в течение полного периода его существования;
- оценка должна учитывать взаимоотношения участников проекта и их экономического окружения;
- учет влияния проекта на изменение будущего;
- моделирование кэш-фло;
- выбор проекта по максимуму создаваемого им эффекта;
- учет изменения стоимости денег во времени;
- учет только затрат и результатов, отражаемых в проекте как будущие плановые затраты;
- при оценке должны быть обеспечены сопоставимые условия для сравнения различных проектов или их вариантов;

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

- оптимизация проекта по пессимистическому варианту условий его реализации;
- должна обеспечиваться многовариантность оценки;
- в расчетах должна учитываться потребность в оборотном капитале для создаваемых производственных фондов;
- учет влияния инфляции на цену ресурсов в течение срока существования проекта;
- учет влияния рисков, связанных с реализацией проекта.

Финансовая оценка инвестиционного проекта осуществляется многократно и зависит от целей ее проведения. В самом общем виде оценка инвестиционного проекта включает в себя следующие этапы:

1. Оценка общественной значимости проекта. Общественно значимыми считаются крупномасштабные, народнохозяйственные и глобальные проекты.

2. Оценка коммерческой эффективности проекта в целом. Цель этого этапа – агрегированная экономическая оценка проектных решений и создание необходимых условий для поиска инвесторов.

3. Оценка экономической эффективности участия в проекте осуществляется после выработки схемы финансирования.

Эффективность участия в проекте некоторого участника определяется по соотношению его собственного капитала, вложенного в проект, и капитала, полученного им за счет реализации проекта и остающегося в его распоряжении (после компенсации собственных издержек и расплаты с другими участниками: кредиторами, государством и пр.).

На этом этапе уточняется состав участников и определяются финансовая реализуемость и эффективность участия в проекте каждого из них (регион, отрасль, отдельное предприятие, акционер, бюджет РФ, бюджет региона и т. д.). Как следствие, кроме кредиторов, эффективность для которых определяется процентом за кредит, на данном этапе определяется:

- эффективность участия в проекте отдельных предприятий-участников;
- эффективность инвестирования в акции таких акционерных предприятий;
- эффективность участия бюджета в реализации проекта (бюджетная эффективность).

Если инвестиционный проект обладает высокой общественной эффективностью, то коммерческая неэффективность может не помешать принять положительное решение о внедрении проекта. В этом случае рассматривается возможность применения различных форм его поддержки.

В ситуации, когда источники и условия финансирования известны заранее, оценка коммерческой эффективности проекта, как правило, не осуществляется.

3 Этапы оценки коммерческой эффективности проекта и их характеристика

Основные этапы оценки коммерческой эффективности проекта включают в себя:

1. Маркетинговый анализ.
2. Технический и экологический анализ.
3. Финансовый анализ.
4. Институциональный анализ.
5. Анализ рисков.

Маркетинговый анализ предполагает проведение анализа рынка, потенциальных потребителей и конкурентов. Прогнозирование спроса осуществляется с целью оценки коммерческой выполнимости проекта и получения ответа на два вопроса:

- сможет ли предприятие продать продукт, являющийся результатом реализации проекта?
- сможет ли предприятие получить от этого достаточный объем прибыли, оправдывающий инвестиционный проект?

Технический анализ. Задачами технического анализа инвестиционного проекта являются:

- определение отечественных и зарубежных технологий, наиболее подходящих с точки зрения достижения целей реализации проекта;
- анализ местных условий, в том числе анализ доступности и стоимости сырья, энергии, рабочей силы;
- проверка наличия потенциальных возможностей планирования и осуществления проекта.

Возможные технологии оцениваются с помощью сравнительного анализа как альтернативные инвестиционные проекты.

Финансовый анализ. Данный раздел инвестиционного проекта является наиболее объемным и трудоемким. Важнейшие этапы финансового анализа:

- определение инвестиционных потребностей предприятия по проекту;
- определение и поиск источников финансирования инвестиционных потребностей;
- оценка стоимости капитала, привлеченного для реализации инвестиционного проекта;
- прогноз прибылей и денежных потоков ожидаемых в процессе реализации проекта;
- оценка показателей эффективности проекта.

Институциональный анализ. Осуществляется с целью оценки возможности успешного выполнения инвестиционного проекта с учетом организационной, правовой, политической и административной обстановки.

Оценка внутренних факторов обычно производится по следующей схеме:

1. Анализ возможностей организационной структуры и менеджмента: оценка опыта, квалификации, мотивации менеджеров, совместимость их целей

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

и интересов с целями проекта и основными этическими и культурными ценностями проекта.

2. Анализ трудовых ресурсов: оценка соответствия квалификации, менталитета, мотивации, культуры поведения персонала уровню технологий, которые планируется применять в процессе реализации проекта.

К внешним факторам относят политические и правовые условия реализации проекта, в том числе возможности импорта и экспорта сырья и товаров, регулирование иностранных инвестиций, трудовое законодательство, финансовое регулирование и пр.

4 Классификация денежных потоков инвестиционного проекта и принципы их оценки

В рамках оценки инвестиционных проектов денежный поток рассматривается как сумма всех без исключения поступлений и выплат, которые должны произойти в связи с реализацией инвестиционного проекта.

С целью проведения финансовой оценки инвестиционного проекта принято выделять два вида денежных потоков:

- *денежный поток без учета финансирования* – прогнозируется на этапе оценки коммерческой эффективности проекта;

- *полный денежный поток* – оценивается в случае, когда источники и условия финансирования проекта известны.

Оба потока необходимо рассчитывать на весь период эксплуатации проекта.

Денежный поток без учета финансирования можно представить в виде формулы:

$$CF_d = CF_{тод} + CF_{тид}, \quad (3.1)$$

где CF_d – денежный поток без учета финансирования;

$CF_{тод}$ – денежный поток от операционной деятельности, т.е. основной деятельности предприятия;

$CF_{тид}$ – денежный поток от инвестиционной деятельности, т.е. деятельности, связанной с капитальными вложениями, приобретением активов;

Полный денежный поток инвестиционного проекта на каждом шаге расчетного периода будет отличаться от денежного потока без учета финансирования на величину денежного потока от финансовой деятельности.

Полный денежный поток можно рассчитать по формуле:

$$CF_p = CF_d + CF_{тfd}$$

или

$$CF_p = CF_{тод} + CF_{тид} + CF_{тfd}, \quad (3.2)$$

где CF_p – полный денежный поток;

$CF_{тfd}$ – денежный поток от финансовой деятельности, т. е. деятельности, связанной с финансированием инвестиционного проекта.

Денежный поток без учета финансирования, как правило, применяется для расчетов показателей эффективности инвестиционного проекта на 2 этапе (оценка коммерческой эффективности проекта в целом), а полный денежный

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

поток – для оценки финансовой реализуемости инвестиционного проекта и оценки целесообразности участия в нем (3 этап).

В инвестиционных расчетах применяется механизм приведения стоимостных величин к одному моменту времени с использованием метода наращивания и дисконтирования по методу сложного процента.

Ставка дисконтирования зависит от целей и этапа оценки инвестиционного проекта. Принято различать бюджетную, коммерческую, социальную ставку дисконтирования, ставку дисконтирования участника проекта.

Коммерческая норма дисконта используется при оценке коммерческой эффективности проекта, она определяется с учетом альтернативной эффективности использования капитала.

В качестве ставки дисконтирования может быть выбран показатель:

- стоимость привлеченного капитала, рассчитанная по формуле средневзвешенной стоимости капитала;
- ставка процентов по альтернативному варианту вложения средств с гарантированным получением дохода (например, ставка процентов по валютному банковскому депозиту).

Социальная (общественная) норма дисконта используется при оценке общественно значимых инвестиционных проектов и характеризует минимальные требования к эффективности указанных проектов. Социальная ставка устанавливается органами государственной власти.

Ставка дисконта участника проекта выбирается участниками самостоятельно с учетом их ожиданий доходности и субъективного отношения к риску.

Бюджетная норма дисконта отражает альтернативную стоимость использования бюджетных средств и устанавливается органами (федеральными или региональными), по заданию которых оценивается бюджетная эффективность инвестиционного проекта.

Ставка дисконта может иметь поправку на риск, размер которой зависит от вида инвестиционного проекта и рекомендуется Постановлением Правительства РФ № 1470 от 22.11.97 г. в следующем размере:

- развитие производства на базе освоенной техники 3 – 5 %;
- увеличение объема продаж продукции 8 – 10 %;
- производство нового продукта 13 – 15 %;
- вложения в исследования и инновации 18 – 20 %.

5 Методы и критерии оценки эффективности инвестиционного проекта

Методы анализа эффективности инвестиционных проектов используются для решения одной из следующих задач:

- определения уровня эффективности независимого инвестиционного проекта для его принятия или отклонения;

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

- определение уровня эффективности взаимоисключающих друг друга проектов (сравнительная эффективность) для оценки возможности принятия одного из нескольких альтернативных.

Инвестиционные проекты можно оценивать по многим критериям – с точки зрения их социальной значимости, по масштабам воздействия на окружающую среду, по степени вовлечения трудовых ресурсов и т.п. Однако центральное место в этих оценках принадлежит *эффективности инвестиционного проекта*.

Под *эффективностью* в общем случае понимают соответствие полученных от проекта результатов – как экономических (в частности прибыли), так и внеэкономических (снятие социальной напряженности в регионе) – и затрат на проект.

Эффективность инвестиционного проекта – это категория, отражающая соответствие проекта, порождающего этот инвестиционный проект, целям и интересам участников проекта, под которыми понимаются субъекты инвестиционной деятельности (рассмотрены выше) и общество в целом. Поэтому термин «эффективность инвестиционного проекта» понимается как эффективность проекта. То же относится и к показателям эффективности.

Различают две группы методов оценки инвестиционных проектов:

- простые или статические методы;
- методы дисконтирования.

Простые, или статические методы базируются на допущении равной значимости доходов и расходов в инвестиционной деятельности, не учитывают временную стоимость денег. К простым относят:

- расчет срока окупаемости;
- расчет нормы прибыли.

Норма прибыли показывает, какая часть инвестиционных затрат возмещается в виде прибыли. Она рассчитывается как отношение чистой прибыли к инвестиционным затратам:

Норма прибыли = Чистая прибыль / Инвестиционные затраты.

Дисконтированные методы оценки эффективности инвестиционного проекта характеризуются тем, что они учитывают временную стоимость денег.

При экономической оценке эффективности инвестиционного проекта используются широко известные в мировой практике показатели:

- приведенная стоимость (PV);
- чистая приведенная стоимость (NPV);
- срок окупаемости (PP);
- внутренняя норма доходности (IRR);
- индекс рентабельности (прибыльности) (PI).

Приведенная стоимость (PV). Задача любого инвестора состоит в том, чтобы найти такое реальное средство, которое принесло бы в конечном итоге доход, превосходящий расходы на его приобретение. При этом возникает сложная проблема: деньги на приобретение реального средства необходимо расходовать сегодня (в момент $t = 0$), отдачу же инвестиция обычно дает не сразу, а по прошествии какого-то промежутка времени (в момент $t = 1$). Следовательно, для решения поставленной задачи необходимо определить

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

стоимость реального средства с учетом отдаленности во времени будущих поступлений (доходов) от его использования.

В общем случае, чтобы найти приведенную стоимость PV любого средства (реального или финансового), используемого в течение определенного холдингового (инвестиционного) периода, необходимо величину ожидаемого потока дохода от данного средства (C) умножить на величину $1/(1 + r)$:

$$PV = C * (1/(1+r)) , \quad (3.3)$$

где r определяет доходность наилучшего альтернативного финансового средства с таким же холдинговым периодом и аналогичным уровнем риска.

Величину $1/(1+r)$ называют фактором дисконта (коэффициентом дисконтирования). Доходность альтернативного финансового средства r называется нормой (ставкой) дисконта. Ставка дисконта определяет издержки упущенной возможности капитала, поскольку характеризует, какую выгоду упустила фирма, инвестировав деньги в реальные активы, а не в наилучшее альтернативное финансовое средство.

Чтобы определить целесообразность приобретения реального средства стоимостью C_0 руб., необходимо:

- оценить, какой денежный поток C_1 за весь холдинговый период он ожидает от реального средства;

- выяснить, какая ценная бумага с таким же холдинговым периодом имеет тот же уровень риска, что и планируемый проект;

- определить доходность r этой ценной бумаги в настоящее время;

- вычислить приведенную стоимость PV планируемого денежного потока C_1 путем дисконтирования будущего потока доходов: $PV = C_1 / (1+r)$;

- сравнивать инвестиционные затраты C_0 с приведенной стоимостью PV:

если $PV > C_0$, то реальное средство можно покупать;

если $PV < C_0$, то приобретать не надо;

если $PV = C_0$, то реальное средство можно и покупать, и не покупать (то есть с экономической точки зрения инвестирование в реальное средство не имеет никакого преимущества по сравнению с вложением денег в ценные бумаги или в другие объекты).

Если инвестиционный проект рассчитан на несколько шагов (в частности, n лет), то для нахождения приведенной стоимости будущих доходов по проекту необходимо дисконтировать все суммы C_t , которые должен обеспечить проект:

$$PV = \sum C_t / (1+r)^t \quad (3.4)$$

Например, для инвестиционного проекта, рассчитанного на три года, приведенная стоимость оценивается следующим образом:

$$PV = C_t / (1+r) + C_t / (1+r)^2 + C_t / (1+r)^3 . \quad (3.5)$$

Некоторые средства могут обеспечивать непрерывный поток доходов в течение неограниченного времени. Приведенная стоимость такого средства при заданной и неизменной ставке дисконта r составляет величину:

$$PV = C_t / (1+r) + C_t / (1+r)^2 + C_t / (1+r)^3 + \dots = C / r . \quad (3.6)$$

Приведенная стоимость аннуитета, дающего поток дохода C в течении n периодов (лет) при неизменной ставке дисконта r, рассчитывается по формуле:

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

$$PV \text{ аннуитета} = C * F \text{ аннуитета}, \quad (3.7)$$

где F аннуитета – фактор аннуитета, который определяется следующим образом:

$$F \text{ аннуитета} = 1/r - 1/(1+r)^n. \quad (3.8)$$

Чистая приведенная стоимость (NPV). Целесообразность приобретения реального средства можно оценивать с помощью чистой приведенной стоимости (NPV), под которой понимают чистый прирост к потенциальным активам фирмы за счет реализации проекта. Иными словами, NPV определяется как разность между приведенной стоимостью PV средства и суммой начальных инвестиций C_0 :

$$NPV = \sum Ct / (1+r)^t - C_0. \quad (3.10)$$

Срок окупаемости (PP). Срок окупаемости проекта – это период, в течение которого происходит возмещение первоначальных инвестиционных затрат, или количество периодов (шагов расчета, например, лет), в течение которых аккумулированная сумма предполагаемых будущих потоков доходов будет равна сумме начальных инвестиций. Как правило, фирма сама устанавливает приемлемый срок окончания инвестиционного проекта, например k шагов. Этот срок определяется фирмой на основании своих собственных стратегических и тактических установок: например, руководство фирмы отвергает любые проекты длительностью свыше 5 лет, поскольку через 5 лет фирму планируется репрофилировать на выпуск иных изделий.

Когда срок k окончания альтернативных проектов определен, то срок окупаемости оцениваемого проекта можно найти, если подсчитать, за какое количество шагов расчета m сумма денежных потоков $C_1+C_2+\dots+C_m$ будет равна или начнет превышать величину начальных инвестиций C_0 . Иными словами, для определения срока окупаемости проекта необходимо последовательно сравнивать аккумулированные суммы доходов с начальными инвестициями. Согласно правилу срока окупаемости, проект может быть принят, если выполняется условие: $m <$ или $= k$.

Внутренняя норма доходности (IRR). Критерий IRR отражает максимально допустимый уровень расходов, связанных с привлечением финансовых ресурсов по планируемому инвестиционному проекту. Формулы для расчета данного критерия не существует. Внутренняя норма доходности представляет собой расчетную ставку дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость проекта равна нулю. Она находится путем решения следующего уравнения:

$$NPV = C_0 + C_1/(1+IRR) + C_2/(1+IRR)^2 + C_3/(1+IRR)^3 + \dots + C_n/(1+IRR)^n = 0. \quad (3.11)$$

Индекс рентабельности (PI). Под индексом рентабельности (PI) понимают величину, равную отношению приведенной стоимости ожидаемых потоков денег от реализации проекта к начальной стоимости инвестиций:

$$PI = PV / C_0. \quad (3.12)$$

Индекс рентабельности показывает, сколько получает инвестор на вложенный рубль. Правило индекса рентабельности заключается в следующем: принимать необходимо только те проекты, у которых величина индекса рентабельности превосходит единицу. При оценке двух или

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

нескольких проектов, имеющих положительный индекс рентабельности, следует останавливать выбор на том, который имеет более высокий индекс рентабельности.

Эффективность инвестиционного проекта оценивается в течение расчетного периода – инвестиционного горизонта от начала проекта до его ликвидации. Начало проекта обычно связывают с датой начала вложения средств в проектно-изыскательские работы. Расчетный период разбивают на шаги расчета, представляющие собой отрезки времени, в рамках которых производится агрегирование данных для оценки денежных потоков и осуществляется дисконтирование потоков денег.

Шаги расчета принято нумеровать (шаг 0, шаг 1, шаг 2, и т.д.). Длительность шагов расчета измеряется в годах или долях года, их последовательность отсчитывается от фиксированного момента $t_0 = 0$, принимаемого за базовый. Из соображений удобства за базовый обычно принимается момент начала или конца нулевого шага. Если проводится сравнение нескольких проектов, то рекомендуется выбирать для них одинаковый базовый момент. Когда базовый момент совпадает с началом нулевого шага, момент начала шага под номером m обозначается t_m , если же базовый момент совпадает с концом шага 0, то через t_m обозначают конец шага m расчета. Продолжительность разных шагов может быть разной.

6 Методы оценки риска инвестиционных проектов

Риск является неотъемлемой частью любого инвестиционного проекта, однако его уровень будет зависеть от многих факторов. С целью оценки и учета риска инвестиционного проекта применяются следующие методы анализа риска:

1. Анализ чувствительности.
2. Анализ сценариев инвестиционных проектов.
3. Использование вероятностных понятий и статистического анализа.
4. Методика построения безрискового эквивалентного денежного потока.
5. Методика поправки на риск ставки дисконтирования.

1. *Анализ чувствительности* – сравнительный анализ влияния различных факторов инвестиционного проекта на ключевой показатель эффективности проекта, например, внутреннюю норму прибыльности.

Этапы реализации метода:

- во – первых, выбор ключевого показателя эффективности инвестиций, в качестве которого может служить внутренняя норма прибыльности (IRR) или чистая текущая стоимость проекта (NPV);

- во – вторых, выбор факторов, относительно которых разработчик не имеет однозначного суждения;

- в третьих, установление номинальных и предельных (нижних и верхних) значений неопределенных факторов;

- в четвертых, расчет ключевого показателя для всех выбранных предельных значений неопределенных факторов;

- в – пятых, выявление факторов, оказывающих наибольшее влияние.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

В большинстве же случаев в качестве критериев уровня риска рассматривают соотношения:

- внутренней нормы доходности и стоимости привлеченного капитала;
- срока окупаемости проекта и срока погашения кредита.

Обычно инвестиционные проекты считаются достаточно устойчивыми, если благоприятные соотношения сохраняются при ухудшении основных параметров проекта на 10 – 15 %.

2. *Анализ сценариев.* В случае применения данного метода показатели оценки эффективности инвестиционного проекта рассчитываются для 3-х сценариев: оптимистического, пессимистического, наиболее вероятного.

Для каждого варианта рассчитывается соответствующий NPV. Далее определяется размах вариации NPV по формуле:

$$R(NPV) = NPV_o - NPV_p, \quad (3.13)$$

где $R(NPV)$ – размах вариации NPVп;

NPV_o – величина NPV при оптимистическом варианте расчета;

NPV_p – величина NPV при пессимистическом варианте расчета.

Более рискованным считается проект, у которого размах вариации NPV больше.

3. *Использование вероятностных понятий и статистического анализа.*

Этапы реализации методики:

- во – первых, по каждому варианту рассчитывается пессимистическая, наиболее вероятная и оптимистическая оценки денежных поступлений и NPV;
- во – вторых, для каждого проекта значениям NPV_p , NPV_{mt} , NPV_o присваиваются вероятности их осуществления;
- в – третьих, для каждого проекта рассчитывается вероятное значение NPV, взвешенное по присвоенным вероятностям и среднееквадратическое отклонение от него.

Проект с большим значением среднееквадратического отклонения считается более рискованным.

4. *Методика построения безрискового эквивалентного денежного потока.* В основу данной методики заложены принципы, применяемые в рамках теории полезности и теории игр. При этом решение принимается не только с помощью критериев, основанных на монетарных оценках, но и критериев, учитывающих ожидаемую полезность того или иного события. Ожидаемые значения дохода и полезности определяются по формуле средней арифметической взвешенной, в которой весами выступают значения вероятностей.

5. *Методика поправки на риск ставки дисконтирования.* Эта методика не предполагает корректировки элементов денежного потока – поправка вводится к ставке дисконтирования. Методика имеет вид:

- во – первых, устанавливается исходная стоимость капитала, предназначенного для инвестирования;
- во – вторых, определяется премия за риск, ассоциируемый с данным проектом;
- в – третьих, рассчитывается NPV с новой ставкой дисконтирования.

Проект с большим NPV считается предпочтительным.

7 Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции

В условиях инфляции эффективность капитальных вложений может существенно измениться. Будущие денежные потоки будут отличаться не только покупательной способностью, но и сроками поступления, и если вероятность риска инфляции достаточно высока, то необходимо учитывать ее влияние на принятие инвестиционных решений. Поэтому необходимо рассмотреть эффективные методы анализа проектов в условиях инфляции.

В нестабильной экономике цены меняются постоянно, изменение цен в результате скачков спроса или предложения на определенный вид товара или услуг не означает, что изменится общий уровень цен. Общий уровень цен меняется тогда, когда появляется устойчивая тенденция повышения цен на большинство видов товаров.

Инфляция – это процесс роста среднего уровня цен. Для измерения инфляции наиболее часто используют индексы цен – относительные показатели, характеризующие темпы роста цен. В связи с этим, используются индексы потребительских цен, индексы отпускных цен, индексы изменения цен в среднем по всей экономике.

При оценке инвестиционных решений необходимо учитывать не только возможные последствия инфляции, но и долгосрочные тенденции изменения цен на выпускаемую продукцию и на основные статьи расходов. Такое требование заставляет ввести в оборот такие понятия, как текущие цены и неизменные цены. Расчет неизменных цен в рамках инвестиционного анализа основан на использовании индекса цен. Такие цены определяются на основе текущих (фактических) цен, то есть цены, по которым реально можно приобрести товар в данный момент времени.

Анализ инвестиционного проекта в условиях инфляции должен выделять и учитывать реальные и номинальные денежные потоки. Денежные потоки, выраженные в текущих ценах, принято называть *номинальными денежными потоками*. Денежные потоки, отражающие покупательные способности, *реальными*. Реальные денежные потоки определяются путем деления номинальных денежных потоков на индекс цен.

Принятие решений по инвестиционным проектам может осуществляться на основе анализа как номинальных, так и реальных денежных потоков. Все зависит от сроков реализации проекта: краткосрочный период или долгосрочный.

В первом случае, если величина доходов и расходов в основном определяется делением рынков в краткосрочном периоде, оценки целесообразно осуществлять в показателях реальных денежных потоков.

Во втором случае, если будущие доходы и расходы определяются долгосрочными контрактами с фиксированной ценой, то оценки в показателях номинальных денежных потоков будут более точными.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

В условиях инфляции меняются не только цены на товары и услуги, но и процентные ставки по депозитам и кредитам, уровень доходности инвестиций. В связи с этим, для анализа эффективности инвестиций используются такие понятия, как номинальные и реальные процентные ставки (ставки дисконтирования).

По определению, *номинальная процентная ставка* показывает ставку доходности по инвестиционным суммам и рост этой суммы за определенный период времени в процентах. *Реальная процентная ставка* показывает рост покупательной способности первоначально инвестированных сумм с учетом как номинальной процентной ставки, так и темп инфляции, то есть характеризует изменение реальной стоимости денег.

Зависимость между двумя этими ставками дисконтирования выражается уравнением:

$$P_i = (1+r)^*(1+i) - 1 \quad (3.14)$$

$$R = (1+P_i) / (1+i) - 1,$$

где P_i – номинальная ставка процента (необходимая ставка процента при инфляции);

r – реальная ставка процента (до поправки на инфляцию);

i – темп инфляции (%).

Пример: Инвестор желает вложить один миллион рублей, так чтобы ежегодно его состояние увеличивалось на 25%. Допустим, что темп инфляции $i=84\%$ в год. В этом случае, инвестор обязан защитить свои деньги от инфляции.

Денежная (номинальная) ставка дохода P_i , которая нужна инвестору для получения реального дохода 25% и защиты от инфляции в 84% составит: $P_i=(1+0,25)\times(1+0,84)-1=1,3$ или 130%.

Учет инфляции при анализе инвестиционного проекта требует:

- во-первых, определение влияния инвестиций на доходность инвестиций по намеченному к реализации проекту;
- во-вторых, использование коэффициентов дисконтирования, которые учитывают инфляционные ожидания инвесторов.

В инвестиционных решениях важно учесть, как изменится ценность проекта при изменении инфляции. В условиях ожидаемой инфляции номинальная доходность будет равна реальной доходности + добавка на покрытие уменьшения покупательной способности основного капитала:

$$P_i = r + i + r * i \quad (3.15)$$

С помощью таких пересчетов исчисляются новые денежные потоки, которые сравниваются между собой с помощью критерия чистой дисконтированной стоимости.

8 Бизнес – план инвестиционного проекта

Для определения состава и сроков осуществления различных мероприятий в рамках инвестиционной политики предприятия и обеспечения их финансовыми ресурсами разрабатывают бизнес-планы инвестиционных проектов, которые после проведения экспертизы утверждаются его дирекцией и служат руководством для практической деятельности.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

Бизнес-план представляет собой стандартный для индустриально развитых стран документ, в котором обоснована концепция инвестиционного проекта и приведены его основные параметры. Этот документ представляет собой своеобразный программный продукт, содержащий информацию в зафиксированном виде и специально предназначенный для ее передачи пользователям во времени и пространстве.

Бизнес-план предназначен для доведения деловой информации до всех заинтересованных участников инвестиционного проекта: потенциальных инвесторов, кредиторов, экспертов, местной администрации и др. Понимание бизнес-плана как документа связано также с закрытостью всей содержащейся в нем информации, что подтверждается соответствующей записью ответственных лиц.

Прежде всего бизнес-план используют для обоснования долгосрочных инвестиционных решений, связанных с мобилизацией внешних источников финансирования для осуществления выпуска новой продукции посредством создания новых производственных мощностей или увеличения ее изготовления на базе технического перевооружения или реконструкции действующего производства.

Современная практика свидетельствует о том, что предприятие для осуществления реального инвестирования должно иметь четкое представление о следующих ключевых параметрах:

- масштабе производственно-коммерческой деятельности;
- сырьевом, техническом и кадровом обеспечении своего проекта;
- объеме необходимых капитальных вложений и сроках их возврата;
- финансовых ресурсах, привлекаемых для реализации проекта;
- рисках, связанных с данным проектом, и способах защиты от них.

Наряду с перечисленными показателями существенное значение для разработки бизнес-плана имеют сведения об экономическом окружении проекта. В состав этих сведений обычно включают:

- прогнозную оценку общего индекса инфляции и прогноз абсолютного или относительного (по отношению к общему индексу инфляции) изменения цен на отдельные продукты (услуги) и ресурсы на весь период реализации проекта;
- прогноз изменения обменного курса валюты или индекса внутренней инфляции иностранной валюты на весь период реализации проекта;
- сведения о системе налогообложения (налогооблагаемая база, ставка налога, периодичность его выплат, льготы по налогу, распределение налоговых платежей между бюджетами различных уровней).

В инвестиционном проектировании потребность в оценке финансового состояния предприятий возникает, когда:

- в проектных материалах необходимо отразить устойчивость финансового положения участника проекта, его способность выполнять принимаемые на себя финансовые обязательства;
- оценивают эффективность проекта на действующем предприятии.

В данном случае анализ проводят по предприятию в целом, чтобы убедиться в том, что реализация проекта не ухудшит его финансовое состояние.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

Подходы к разработке и изложению бизнес-плана дифференцируют, исходя из характера инвестиционных проектов. Для крупных проектов, требующих значительных объемов капитальных вложений, а также проектов, связанных с производством и внедрением на рынок принципиально новой продукции, составляют развернутый бизнес-план. Для небольших проектов достаточно разработать краткий вариант этого документа (10-15 страниц).

Бизнес-план инвестиционного проекта может иметь следующую примерную структуру:

- титульный лист;
- вводная часть (резюме);
- обзор состояния отрасли, к которой относится предприятие;
- производственный план (продукция, услуги и др.);
- анализ рынка и план маркетинга;
- организационный план;
- оценка риска и страхование инвестиций;
- финансовый план;
- стратегия финансирования;
- оценка экономической эффективности затрат, осуществленных в ходе реализации проекта;
- приложения.

Финансовый план является одним из ключевых разделов бизнес-плана.

Разработка бизнес-планов проектов тесно связана с выбранной предприятием стратегией управления портфелем реальных инвестиций. *Цель разработки бизнес-плана* – спланировать эффективную хозяйственную деятельность фирмы на ближайший и отдаленный периоды в соответствии с потребностями рынка и получить для этого необходимые финансовые ресурсы. При разработке бизнес-плана следует учитывать доходы, которые может получить фирма от своей деятельности, и расходы, связанные с этой деятельностью.

Бизнес-план помогает предприятию решить следующие задачи:

1. Определить направления деятельности, целевые рынки и место фирмы на этих рынках.
2. Сформулировать долговременные и краткосрочные цели, стратегии и тактики их достижения. Определить лиц, ответственных за реализацию каждой стратегии.
3. Выбрать состав и определить показатели товаров, работ и услуг, которые будут предлагаться потребителям. Оценить производственные и торговые издержки по их созданию и реализации.
4. Оценить соответствие кадров и условий для мотивации их труда при достижении поставленных целей.
5. Определить состав маркетинговых мероприятий по изучению рынка, рекламе, стимулированию продаж, ценообразованию, каналам сбыта и т.п.
6. Оценить материальное и финансовое положение действующего предприятия и соответствие его финансовых и материальных ресурсов достижению поставленных целей.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

7. Определить необходимые финансовые и материально-технические ресурсы предприятия для реализации их инвестиционных проектов.
8. Оценить производственные издержки и чистую прибыль, которую получит предприятие в результате реализации инвестиционного проекта.
9. Предусмотреть трудности и «подводные камни», которые могут помешать реализации проекта.
10. Оценить возможность улучшения финансового положения предприятия в результате реализации инвестиционного проекта.
11. Оценить сильные и слабые стороны своего предприятия и его основных конкурентов с точки зрения реализации проекта.

Тема 4 Управление источниками финансирования инвестиций

Вопросы для обсуждения:

- 1 Методы и формы финансирования инвестиционных проектов.**
- 2 Источники финансирования инвестиционных проектов в реальные активы.**
- 3 Понятие и экономическая сущность стоимости капитала.**
- 4 Модели определения стоимости собственного капитала.**
- 5 Критерии выбора оптимальной структуры капитала инвестиционного проекта.**

1 Методы и формы финансирования инвестиционных проектов

Изыскание источников финансирования инвестиций всегда было одной из важнейших проблем в инвестиционной деятельности. В современных условиях для России эта проблема остается, пожалуй, самой острой и актуальной.

При всем многообразии источников финансирования к основным методам финансирования инвестиционной деятельности можно отнести самофинансирование, акционерное финансирование, бюджетное финансирование, кредитное финансирование, лизинговое и комбинированное (смешенное) финансирование.

Под *методом финансирования* понимается механизм привлечения инвестиционных ресурсов с целью финансирования инвестиционного процесса. Под *формами финансирования* понимаются внешние проявления сущности метода финансирования.

Финансирование проектов предполагает использование одного метода или одновременно нескольких методов.

Основные методы финансирования:

- государственное;
- внебюджетное;

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

- самофинансирование;
- банковское кредитование;
- аренда имущества;
- лизинг;
- инвестиционный налоговый кредит.

Финансирование проектов, как правило, предусматривает такие стадии, как:

1. Предварительный поиск ресурсов.
2. Разработка финансовой стратегии.
3. Разработка оперативных финансовых планов.
4. Заключение контрактов с потенциальными инвесторами.

Только наличие хорошо организованной системы финансирования проектов может обеспечить их высокую эффективность. Несвоевременное и в недостаточных объемах финансирование инвестиционных проектов приводит к потерям их эффективности и дискредитации в представлении руководства организации и персонала.

Основные методы финансирования представляют собой совокупность приемов и способов их финансирования в целях повышения эффективности хозяйствующих объектов. Они базируются на таких принципах, как временная ценность денежных ресурсов, анализ денежных потоков предпринимательских и финансовых рисков, поиск эффективных рынков инвестиционных ресурсов. Важными экономическими категориями инвестиционного процесса являются частная собственность, рыночное ценообразование, рынок труда и капитала, государственное нормативно-правовое регулирование инвестиций.

Система финансирования инвестиционного процесса складывается из органического единства источников, методов и форм финансирования инвестиционной деятельности.

2 Источники финансирования инвестиционных проектов в реальные активы

В современных условиях базовыми источниками финансирования инвестиций признаются:

- чистая прибыль предприятия;
- амортизационные отчисления;
- внутрихозяйственные резервы и другие средства предприятия;
- денежные средства, аккумулируемые кредитно-банковской системой;
- кредиты и займы международных организаций и иностранных инвесторов;
- средства от эмиссии ценных бумаг;
- внутрисистемное целевое финансирование (поступление средств на конкретные цели от вышестоящей организации);
- средства бюджетов различных уровней.

Источники финансирования инвестиционных проектов в реальные активы в зависимости от отношения к собственности делятся на внутренние и внешние.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

Собственные финансовые ресурсы организации – это прибыль, амортизационные отчисления, уставный капитал и др., например средства, выплачиваемые органами страхования в виде потерь от стихийных бедствий, аварий, и в виде поступлений от штрафов, пени, неустоек.

Финансовые ресурсы привлекаются в результате эмиссии акций, поступления паевых и иных взносов членов трудового коллектива, физических и юридических лиц, а также за счет облигационных займов, банковских и бюджетных кредитов.

Собственные и привлеченные источники инвестиций образуют собственный капитал предприятия. Суммы, привлеченные по этим источникам извне, как правило, не подлежат возврату. Инвесторы участвуют в доходах от реализации инвестиций на правах долевой собственности. Заемные источники инвестиций образуют заемный капитал предприятия.

К основным преимуществам использования собственных источников относятся: в части прибыли: отсутствие затрат времени и средств по их мобилизации, отсутствие риска не возврата, применение в качестве источника улучшает инвестиционную привлекательность предприятия; в части амортизации: наличие в распоряжении предприятия при любом финансовом состоянии, возможность начисления амортизации различными методами.

К недостаткам в части прибыли можно отнести ограниченность источников этого метода, вследствие неплатежей, бартера, налогообложения и т.д., в части амортизации: зависимость величины амортизационного фонда от уровня инфляции, возможность нецелевого использования из-за отсутствия действенного механизма контроля.

Остальные из перечисленных собственных источников формирования инвестиционных ресурсов, как правило, в процессе разработки инвестиционной стратегии компании не рассматривают, поскольку их формирование является предметом тактического или оперативного планирования.

Полное внутреннее самофинансирование является самым надежным и предусматривает финансирование инвестиционного проекта исключительно за счет собственных (внутренних) источников. Этот метод финансирования, характеризуется в зарубежной практике термином "финансирование без левериджа". Важнейшими собственными источниками финансирования инвестиций являются чистая прибыль и амортизационные отчисления. Прибыль выступает как основная форма чистого дохода предприятия, выражающая стоимость прибавочного продукта и являющаяся обобщающим показателем результатов деятельности предприятий.

Формирование системы самофинансирования осуществляется в основном за счет прибыли и амортизационных отчислений. Собственные накопления организации дополняются кредитными источниками и эмиссией ценных бумаг.

В странах с развитой рыночной экономикой уровень самофинансирования на фирмах считается высоким, если удельный вес собственных финансовых ресурсов составляет не менее 60 % от общего объема финансирования инвестиционной деятельности. Увеличение государственного финансирования частных компаний за счет снижения доли

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

собственных средств рассматривается как падение имиджа фирмы и начала движения к банкротству. В связи с этим фирмы компании стремятся использовать государственные средства временно. В США, Канаде, странах ЕЭС стимулирование инвестиций методами финансовой и денежно-кредитной политики позволяет ускорить кругооборот вложенных в основной и оборотный капитал средств и повысить конкурентоспособность экономики в целом.

После уплаты налогов и других обязательных платежей в распоряжении предприятия остается чистая прибыль, которая накапливается в виде резервного капитала, нераспределенной прибыли и фонда накопления. Как правило, часть прибыли, направляемая на инвестиционные цели, аккумулируется в фонде накопления или других фондах аналогичного назначения. Фонд накопления выступает как источник средств хозяйствующего субъекта, используемый для создания нового имущества, приобретения основных фондов, оборотных средств т.д. Резервный фонд создается для покрытия убытков предприятия, погашения облигаций и выкупа собственных акций.

Нераспределенная часть прибыли также может быть направлена для капитализации, так как по своему экономическому содержанию прибыль является одной из форм резерва собственных средств, используемых на развитие. Величина чистой прибыли направляемой на производственное развитие зависит от нескольких факторов: объема реализации продукции, цены, себестоимости единицы продукции, ставки налога на прибыль, политики распределения на потребление и развитие предприятия, которая основывается на избранной общей стратегии экономического развития.

Следующим по значению собственным источником финансирования инвестиций является амортизационные отчисления, которые образуются на предприятиях в результате переноса стоимости основных производственных фондов на стоимость готовой продукции. Денежные средства, высвобождающиеся в процессе постепенного восстановления стоимости основных производственных фондов, аккумулируются в виде амортизационных отчислений в амортизационном фонде. Величина амортизационного фонда зависит от объема основных фондов предприятия, их первоначальной или восстановительной стоимости, видовой и возрастной структуры, а также целей и используемых методов начисления. В хозяйственной практике в соответствии с действующим законодательством начисление амортизации объектов основных средств производится одним из следующих способов: линейный способ; способ уменьшаемого остатка; способ списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования; способ списания стоимости пропорционально объему продукции (работ).

К заемным финансовым средствам можно отнести кредиты, национальные и иностранные инвестиции. Заемные средства промышленных предприятий - средства, полученные на определенный срок и подлежащие возврату с уплатой платы за их использование. Их можно разделить на долгосрочные и краткосрочные.

Долгосрочные заемные средства включают: долгосрочные кредиты банков и других институциональных инвесторов; долгосрочные государственные

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

инвестиционные кредиты; средства от выпуска долгосрочных облигаций и других долговых обязательств (срок свыше года); лизинг и т.д.

В иностранном инвестировании принимают участие зарубежные страны, международные финансовые и инвестиционные институты, отдельные организации, институциональные инвесторы, банки, кредитные учреждения.

Краткосрочные заемные средства: коммерческий (товарный) кредит; средства от выпуска краткосрочных облигаций и других долговых обязательств (срок менее года); краткосрочные кредиты банков и других институциональных инвесторов.

Финансирование инвестиционной деятельности организации может осуществляться и через целевые комплексные программы (ЦКП). Финансирование инвестиционных проектов и целевых комплексных программ осуществляется целевым выделением средств через государственного заказчика, который является ответственным за выполнение определенных работ.

3 Понятие и экономическая сущность стоимости капитала

Под стоимостью капитала понимается доход, который должны принести инвестиции для того, чтобы они себя оправдали с точки зрения инвестора. Стоимость капитала выражается в виде процентной ставки (или доли единицы) от суммы капитала, вложенного в какой-либо бизнес, которую следует заплатить инвестору в течение года за использование его капитала. Инвестором может быть кредитор, собственник (акционер) предприятия или само предприятие. В последнем случае предприятие инвестирует собственный капитал, который образовался за период, предшествующий новым капитальным вложениям и следовательно принадлежит собственникам предприятия. В любом случае за использование капитала надо платить и мерой этого платежа выступает стоимость капитала.

Обычно считается, что стоимость капитала - это альтернативная стоимость, иначе говоря доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при неизменной величине риска. В самом деле, если компания хочет получить средства, то она должна обеспечить доход на них как минимум равный величине дохода, которую могут принести инвесторам альтернативные возможности вложения капитала.

Основная область применения стоимости капитала - оценка экономической эффективности инвестиций. Ставка дисконта, которая используется в методах оценки эффективности инвестиций, т.е. с помощью которой все денежные потоки, появляющиеся в процессе инвестиционного проекта приводятся к настоящему моменту времени, - это и есть стоимость капитала, который вкладывается в предприятие. Почему именно стоимость капитала служит ставкой дисконтирования? Напомним, что ставка дисконта - это процентная ставка отдачи, которую предприятие предполагает получить на заработанные в процессе реализации проекта деньги. Поскольку проект разворачивается в течение нескольких будущих лет, предприятие не имеет твердой уверенности в том, что оно найдет эффективный способ вложения

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

заработанных денег. Но оно может вложить эти деньги в свой собственный бизнес и получить отдачу, как равную стоимости капитала. Таким образом, стоимость капитала предприятия - это минимальная норма прибыльности при вложении заработанных в ходе реализации проекта денег.

На стоимость капитала оказывают влияние следующие факторы:

- уровень доходности других инвестиций;
- уровень риска данного капитального вложения;
- источники финансирования.

Поскольку стоимость капитала - это альтернативная стоимость, то есть доход, который ожидают получить инвесторы от альтернативных возможностей вложения капитала при неизменной величине риска, стоимость данного капитального вложения зависит от текущего уровня процентных ставок на рынке ценных бумаг (облигаций и акций). Если предприятие предлагает вложить инвесторам капитал в более рискованное дело, то им должен быть обеспечен более высокий уровень доходности. Чем больше величина риска, присутствующая в активах компании, тем больше должен быть доход по ним для того, чтобы привлечь инвестора. Это золотое правило инвестирования.

Кроме этих факторов, на стоимость капитала оказывает влияние то, какие источники финансирования имеются у предприятия. Процентные платежи по заемным источникам рассматриваются как валовые издержки (то есть входят в себестоимость) и потому делает долговые источники финансирования более выгодными для предприятия. Но в то же время использование заемных источников более рискованно для предприятий, так как процентные платежи и погашения основной части долга необходимо производить вне зависимости от результатов реализации инвестиционного проекта. Стремясь снизить риск, предприятие увеличивает долю собственных привлеченных средств (производит дополнительную эмиссию акций). При этом, стимулируя инвестора производить вложения в собственность, оно вынуждено обещать более высокую отдачу при прямом вложении капитала в собственность. Инвестор также сознает, что вложение в собственность предприятия более рискованный вид инвестиций по сравнению с кредитной инвестицией, и поэтому ожидает и требует более высокую отдачу.

Для того, чтобы определить общую стоимость капитала, необходимо оценить величину каждой его компоненты. Обычно структура капитала инвестиционного проекта включает:

1. Собственный капитал в виде обыкновенных акций и накопленной прибыли за счет деятельности предприятия.
2. Сумму средств, привлеченных за счет продажи привилегированных акций.
3. Заемный капитал в виде долгосрочного банковского кредита и выпуска облигаций.

4 Модели определения стоимости собственного капитала

Стоимость собственного капитала - это денежный доход, который хотят получить держатели обыкновенных акций. Различают несколько моделей, каждая

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

из которых базируется на использовании информации, имеющейся в распоряжении того, кто оценивает капитал.

Модель прогнозируемого роста дивидендов. Расчет стоимости собственного капитала основывается на формуле:

$$C_e = D_1/P + q, \quad (4.1)$$

где C_e - стоимость собственного капитала;

P - рыночная цена одной акции;

D_1 - дивиденд, обещанный компанией в первый год реализации инвестиционного проекта;

q - прогнозируемый ежегодный рост дивидендов.

Модель прибыли на акцию. Данная модель оценки стоимости собственного капитала базируется на показателе прибыли на акцию, а не на величине дивидендов. Многие инвесторы считают, что именно показатель величины прибыли на акцию отражает реальный доход, получаемый акционерами, независимо от того, выплачивается ли он в виде дивидендов или реинвестируется с тем, чтобы принести инвесторам выгоды в будущем. Инвесторы пристально следят за показателем прибыли на одну акцию, который публикуется в отчетных документах компании, а управляющие компанией стремятся не создавать ситуаций, приводящих к падению этого показателя. Итак, согласно данной модели стоимость собственного капитала определяется по формуле:

$$C_e = П/P, \quad (4.2)$$

где $П$ – величина прибыли на одну акцию;

P – рыночная цена одной акции.

Модель премии за риск. Данная модель занимает особое место, так как носит договорной характер. Договор заключается между предприятием и потенциальным инвестором о том, какая должна быть премия за риск вложения капитала. Если C_n - уровень отдачи на вложение денег инвесторам в обычные (номинальные) для него возможности, то стоимость капитала, вложенного в данное предприятие оценивается по формуле:

$$C_e = C_n + RP, \quad (4.3)$$

где RP - премия за риск.

Потенциальных западных инвесторов можно привлечь для вложения капитала в предприятия только большой величиной премии за риск. Совокупный инвестор в виде множества физических лиц, проживающих за рубежом, не может стать таким инвестором по очевидным причинам.

5 Критерии выбора оптимальной структуры капитала инвестиционного проекта

Важную роль в процессе обоснования оптимальной структуры средств финансирования играют показатели финансового рычага (FI), рентабельности собственного капитала (ROE), рентабельности инвестированного (постоянного) капитала (ROI). Данный набор показателей используется для оценки воздействия структуры капитала на уровень эффективности конкретного варианта капиталовложений.

Финансовый рычаг (формула 4.4):

$$FI = ЗК / СК, \quad (4.4)$$

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ КОМПАНИИ

где ЗК — величина заемного капитала, тыс. руб.;

СК — величина средств из внешних (за счет эмиссии акций) и внутренних (амортизация и прибыль) источников собственного капитала компании, тыс. руб.

Рентабельность собственного капитала (формула 4.5):

$$ROE = P / СК, \quad (4.5)$$

где P - величина проектной прибыли до налогообложения и выплаты процентов, тыс. руб.

Рентабельность инвестированного (постоянного) капитала (формула 4.6):

$$ROI = p / I, \quad (4.6)$$

где I — объем финансирования долгосрочных инвестиций (постоянный капитал: СК + ЗК), тыс. руб.

Для того чтобы определить степень воздействия структуры капитала на уровень эффективности долгосрочного инвестирования, в качестве критерия оптимизации можно использовать рентабельность собственного капитала — целевого показателя, учитывающего интересы собственников компании. В этом случае можно составить детерминированную модель зависимости показателя ROE от влияния на его уровень рентабельности инвестированного капитала (эффективности капиталовложений по всем источникам финансирования) и финансового рычага (показателя структуры инвестированного капитала):

$$ROE = ROI + (ROI - гп)FI, \quad (4.7)$$

где гп — посленалоговая ставка, рассчитываемая как $r(1 - \text{tax})$;

tax — ставка налога и прочих отчислений с прибыли предприятия.

Приведенная модель зависимости иллюстрирует эффект финансового рычага. Если общий уровень эффективности капиталовложений перед выплатой процентных и дивидендных платежей (ROI) превышает процентную ставку по заемным средствам финансирования, то финансовый рычаг будет увеличивать рентабельность собственного капитала. И наоборот, если рентабельность инвестированного капитала будет ниже, чем норма процента по заемным средствам финансирования, FI будет снижать уровень эффективности вложения капитала собственников (акционеров).

Эффект финансового рычага — это приращение к рентабельности собственных средств, получаемое благодаря использованию кредита, несмотря на его платность. Таким образом, предприятие, использующее кредит, увеличивает либо уменьшает рентабельность собственных средств в зависимости от соотношения собственных и заемных средств в пассиве и от величины процентной ставки.

Финансовые аналитики, учитывая в первую очередь интересы собственников компании, имеют реальную возможность оптимизировать структуру капитала инвестиционного проекта за счет выбора такого ее варианта, при котором достигается максимальный уровень эффективности использования собственного капитала. Однако при этом не стоит забывать, что с увеличением в структуре капитала доли заемных источников вместе с показателем ROE возрастает степень финансового риска, связанного с повышением вероятности невыплаты по своим долговым обязательствам перед кредиторами.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Асаул А.Н. и др. Инвестиционный анализ: Учебное пособие / А.Н.Асаул, В.В.Биба, В.Л. Буняк, А.С. Скрильник, Р.А. Фалтинский, В.Я. Чевганова: под ред. заслуженного деятеля науки РФ А.Н. Асаула. – СПб. : АНО «ИПЭВ», 2014. – 288с.
2. Колмыкова Т.С. Инвестиционный анализ: Учеб. пособие. – М.:ИНФРА – М, 2009. – 204 с. - (Высшее образование).
3. Кузнецов Б.Т. Инвестиционный анализ: Учебник и практикум / Б.Т.Кузнецов., 2 – е изд., испр. и доп. – М.: Издательство Юрайт, 2016.–316 с.
4. Метелев С.Е. Инвестиционный менеджмент :Учебник / С.Е. Метелев, В.П. Чижик, С.Е. Елкин, Н.М. Калинина. – Омск: ООО «Омскбланкиздат», - 2013. – 290 с.