

Учреждение образования «Брестский государственный университет  
имени А.С. Пушкина»

**Н.И. Зайцева, Ю.Н. Жук**

# УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ

## Курс лекций

для слушателей ИПК

Брест  
БрГУ имени А.С. Пушкина  
2014



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 1 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

**Аторы:**

Зайцева Н.И. - старший преподаватель кафедры экономики и управления БрГУ имени А.С.Пушкина.

Жук Ю.Н. - преподаватель кафедры экономики и управления БрГУ имени А.С.Пушкина.

**Рецензенты:**

Заведующий кафедрой менеджмента УО «Брестский государственный технический университет», кандидат экономических наук, доцент М.Т.Козинец;

Заведующий кафедрой теоретической и прикладной экономики УО «Брестский государственный университет имени А.С.Пушкина», кандидат экономических наук, доцент Т.С.Силюк.

Электронный учебно методический комплекс «Управление инвестициями» рекомендован для специальности 1-26 02 01 Бизнес-администрирование и специальности 1-26 01 03 Государственное управление и экономика УО «Брестский государственный университет имени А.С.Пушкина».

Настоящая работа включает изложение форм и методов оценки применяемых для экономической оценки инвестиционных проектов и направлена на формирование у студентов целостной системы знаний об инвестиционной деятельности.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 2 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

## СОДЕРЖАНИЕ

### ВВЕДЕНИЕ

Тема 1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ. ВИДЫ ИНВЕСТИЦИЙ. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ, ГОСУДАРСТВА . . . . .	4
Тема 2. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ . . . . .	6
Тема 3. ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ И МЕХАНИЗМЫ ЕЕ РЕАЛИЗАЦИИ . . . . .	18
Тема 4. ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ . . . . .	37
Тема 5. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ . . . . .	48
Тема 6. ИНСТРУМЕНТЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ . . . . .	74
Тема 7. УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ В РЕАЛЬНЫЕ АКТИВЫ . . . . .	101
Тема 8. ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ . . . . .	112
Тема 9. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ . . . . .	130
Тема 10. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ . . . . .	144
Тема 11. ИНВЕСТИЦИИ В СВОБОДНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ЗОНЫ. ОФШОРНЫЕ ЗОНЫ . . . . .	176
Тема 12. УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ . . . . .	193
Тема 13. ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ НА ТЕРРИТОРИИ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ . . . . .	227
Тесты . . . . .	242
	264

### СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ И РЕКОМЕНДУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ

265



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 3 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

# ВВЕДЕНИЕ

Инвестиции (от латинского слова «invest» – вкладывать) – это долгосрочные вложения капитала в какое-либо предприятие, социально-экономические программы, проекты в собственной стране или за рубежом с целью получения дохода и социального эффекта.

Принято различать следующие типы инвестиций:

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

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

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

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

Рассмотрение любого инвестиционного проекта требует предварительного анализа и оценки. Однако особенно сложным и трудоемким является оценка инвестиционных проектов в реальные инвестиции. Они проходят экспертизу, результаты которой позволяют получить всестороннюю оценку технической целесообразности, стоимости реализации проекта, эксплуатационных расходов, экономической эффективности проекта. Комплексная оценка инвестиционного проекта, т.е. его технико-экономическое обоснование (ТЭО) производится в соответствии с «Руководством по



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 4 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



оценке эффективности инвестиций», которое было разработано и впервые опубликовано в ЮНИДО в 1978 году. Впоследствии ЮНИДО переработало и дополнило Руководство, сфокусировав особое внимание на оценке взаимодействия на окружающую среду, новых технологиях, подготовке трудовых ресурсов, а также мобилизации финансовых средств.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 5 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

# Тема 1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ. ВИДЫ ИНВЕСТИЦИЙ. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ, ГОСУДАРСТВА

## 1.1 Определение инвестиций. Виды инвестиций

Для развития национальной экономики, внедрения новых технологий, развития научных исследований, рыночной инфраструктуры необходимы крупные долгосрочные инвестиции, которые во многом зависят от инвестиционной политики государства и субъектов хозяйствования, организации инвестиционной деятельности на макроэкономическом уровне и непосредственно на каждом предприятии.

Термин **инвестиции** происходит от латинского слова «invest» – вкладывать. В наиболее широкой трактовке инвестиции представляют собой все вложения, которые непосредственно способствуют росту общей величины капитала в экономической системе. В соответствии с Законом Республики Беларусь «Об инвестициях» под инвестициями понимаются «любое имущество и иные объекты гражданских прав, принадлежащие инвестору на праве собственности, ином законном основании, позволяющем ему распоряжаться такими объектами, вкладываемые инвестором на территории Республики Беларусь способами, предусмотренными настоящим Законом, в целях получения прибыли (доходов) и (или) достижения иного значимого результата либо в иных целях, не связанных с личным, семейным, домашним и иным подобным использованием, в частности: движимое и недвижимое имущество, в том числе акции, доли в уставном фонде, паи в имуществе коммерческой организации, созданной на территории Республики Беларусь, денежные средства, включая привлеченные, в том числе займы, кредиты; права требования, имеющие оценку их стоимости; иные объекты гражданских прав, имеющие оценку их стоимости, за исключением видов объектов гражданских прав, нахождение которых в обороте не допускается (объекты, изъятые из оборота)».

Не все вложения можно отнести к **инвестициям**. В экономическом смысле приоб-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 6 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

решение не будет являться инвестицией, если оно не приводит к росту общей величины капитала в экономической системе. Поэтому инвестициями следует признать только расходы, связанные с приобретением новых, ранее не созданных и не используемых капитальных благ в рамках данной экономической системы. Сделки другого рода представляют собой переводы активов с одного балансового счета на другой.

Инвестиции в объекты предпринимательской деятельности осуществляются в различных формах. В целях учета, анализа и планирования инвестиции можно классифицировать по отдельным критериям:

1. *по объектам вложений:*
  - (a) реальные (валовые и чистые);
  - (b) финансовые (портфельные);
  - (c) интеллектуальные;
2. *по способу финансирования:*
  - (a) прямые;
  - (b) косвенные;
3. *по срокам финансирования:*
  - (a) краткосрочные;
  - (b) среднесрочные;
  - (c) долгосрочные;
4. *по форме собственности инвестора:*
  - (a) государственные;
  - (b) частные;
  - (c) совместные;
  - (d) иностранные;
5. *по степени риска:*



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 7 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- (a) низкорисковые;
- (b) безрисковые;
- (c) высокорисовые (венчурные);

6. по региональному признаку:

- (a) внешние;
- (b) внутренние;

7. в зависимости от стадии финансирования:

- (a) начальные;
- (b) экстенсивные;
- (c) реинвестиции;
- (d) брутто-инвестиции.

*По объектам вложения средств различают реальные, финансовые и интеллектуальные инвестиции.*

Реальные **инвестиции** рассматриваются как долговременные вложения средств в конкретный проект, обычно связанный с приобретением и умножением реальных активов (движимого и недвижимого имущества). К ним относится совокупность затрат, направленных на создание нового, реконструкцию и расширение действующего капитала, функционирующего в производственной и непроизводственной сферах экономики (все виды проектно-изыскательских, строительно-монтажных и геолого-разведочных работ, подготовка строительства, затраты на приобретение машин, оборудования, создание материальных резервов и страховых запасов и др.).

Важное значение имеет деление реальных инвестиций на валовые и чистые. *Реальные валовые инвестиции* характеризуют общий объем средств, направляемых на создание новых, а также на реконструкцию, расширение, техническое перевооружение и возмещение действующих мощностей. *Реальные чистые инвестиции* представляют собой средства, вкладываемые только во вновь создаваемый капитал; они меньше валовых на величину амортизационных отчислений на покрытие износа



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 8 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



основных фондов.

*Финансовые **инвестиции*** – вложения средств в различные финансовые активы, среди которых наиболее значимую долю занимают ценные бумаги. В случае *портфельных инвестиций* всегда актуальна задача формирования и управления оптимальным инвестиционным портфелем.

*Интеллектуальные **инвестиции*** (инвестиции в нематериальные активы) предусматривают вложения средств в развитие научных исследований, подготовку специалистов, приобретение лицензий на использование новых технологий, ноу-хау, прав на использование торговых марок известных компаний и т. п.

*По способу финансирования (характеру участия инвестора в инвестировании) можно выделить прямые и косвенные инвестиции.*

Под *прямыми инвестициями* понимается непосредственное участие инвестора в выборе объектов инвестирования и в их финансировании.

При *косвенном инвестировании* денежные средства от субъекта предложения к субъекту спроса проходят через особые институты – специализированные инвестиционные фонды или через иных финансовых посредников. При этом приобретается право на долю целого портфеля финансовых инструментов.

По срокам финансирования различают краткосрочные (вложения капитала на период не более 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет) инвестиции.

*По формам собственности инвесторов выделяют **инвестиции** государственные, частные, совместные, иностранные.*

Под *государственными инвестициями* понимаются вложения средств, осуществляемые республиканским и местными органами власти и управления за счет средств бюджетов, внебюджетных фондов и заемных средств, а также государственными предприятиями за счет собственных и заемных средств.

Под частными инвестициями понимается вложение средств, осуществляемое гражданами, а также предприятиями негосударственной формы собственности.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 9 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Под *совместными инвестициями* понимаются вложения средств, осуществляемые субъектами данной страны и иностранных государств.

Под *иностранными инвестициями* понимаются вложения средств, осуществляемые иностранными гражданами, юридическими лицами и государствами.

По степени риска вложений различают *низкорисковые, безрисковые, высокорисковые инвестиции*.

Как правило, *низкорисковые инвестиции* обеспечивают инвестору относительно невысокий доход и сопровождаются вложением средств в инвестиционные проекты с невысоким риском (например, снижение уровня издержек производства посредством замещения имеющихся производственных мощностей). И наоборот, *высокорисковые (венчурные) инвестиции* приносят владельцу вкладываемых средств сравнительно высокую прибыль (производство новой продукции, захват новых рынков сбыта). Вместе с тем во втором случае более высока вероятность потери инвестором вложенных в проект средств.

*Безрисковые инвестиции* обеспечивают максимальное снижение производственного и коммерческого риска (например, выполнение государственного заказа).

По региональному признаку выделяют *инвестиции внутри страны и за рубежом*.

Под *инвестициями внутри страны (внутренними инвестициями)* подразумевают вложения средств в объекты инвестирования, размещенные в территориальных границах данной страны.

Под *инвестициями за рубежом (внешними инвестициями)* понимают вложения средств в объекты инвестирования, размещенные за пределами территориальных границ данной страны.

По стадиям финансирования (по связи с процессом воспроизводства) различают четыре типа инвестиций:

- *начальные инвестиции* – **инвестиции** на финансирование проекта, осуществляемые при создании предприятия;



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 10 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- экстенсивные *инвестиции* – **инвестиции**, направляемые на увеличение производственного потенциала;
- *реинвестиции*, когда вновь свободные ресурсы направляются на приобретение новых средств производства с целью поддержания состава оборотных фондов предприятия;
- *брутто-инвестиции*, состоящие из начальных инвестиций и реинвестиций.

В приведенной классификации центральным, наиболее существенным звеном является деление **инвестиций** на **реальные**, **финансовые** и **интеллектуальные**. Такое деление характеризует объекты, в которые направлены инвестиционные вложения. Следует отметить, что в разных странах объекты инвестиционных вложений различны, что зависит от состояния экономики страны, развитости финансового рынка и других факторов.

В развитых странах могут преобладать финансовые (портфельные) **инвестиции**, так как материальная база большинства предприятий обновлена, а вложения в финансовые активы достаточно привлекательны и быстрее приносят доход. А в трансформационной экономике, к коей в полной мере можно отнести и экономику Республики Беларусь, наиболее важное значение имеют реальные **инвестиции**, поскольку сопровождаются вложением средств в основной капитал и таким образом обеспечивают функционирование механизма, необходимого для финансирования экономического роста.

Объекты и субъекты инвестиционной деятельности представлены на рисунке 1.1.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 11 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

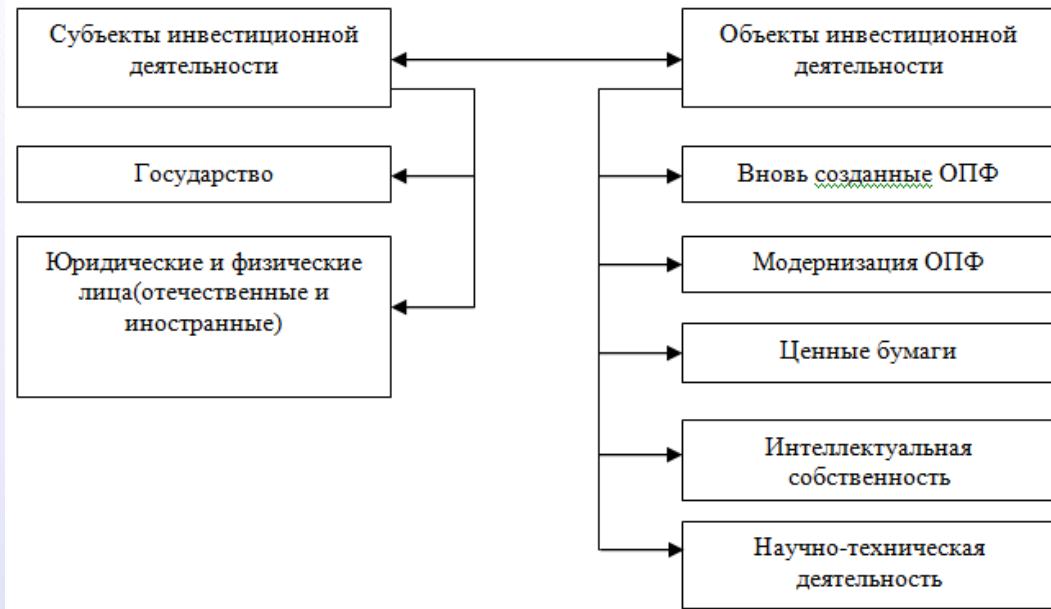


Рисунок 1.1 – Объекты и субъекты инвестиционной деятельности

Инвестиции играют большую роль в развитии и эффективном функционировании как экономики в целом, так и отдельных субъектов хозяйствования (рисунок 1.2).



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



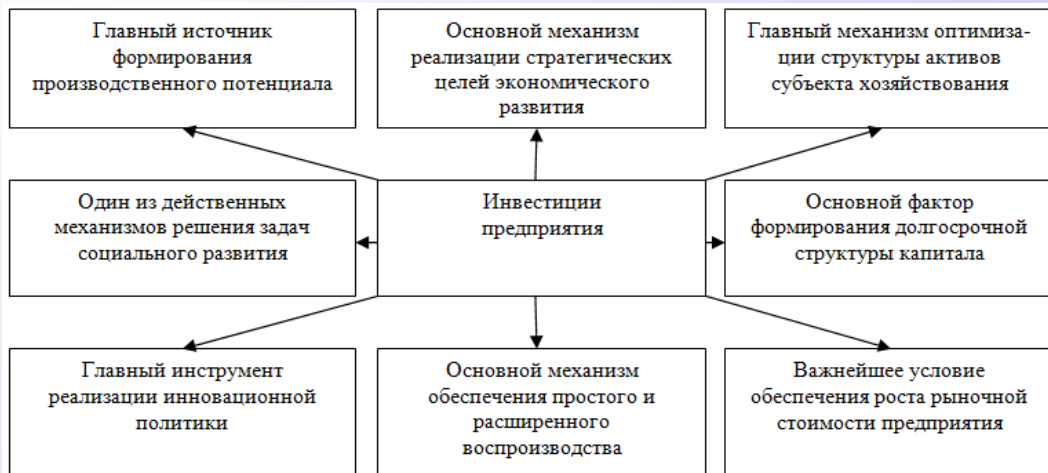
Страница 12 из 268

Назад

На весь экран

Закреть





**Рисунок 1.2 – Роль инвестиций в обеспечении эффективного функционирования предприятия**

Из приведенной схемы видно, что вложение инвестиций является важнейшим условием решения практически всех стратегических и значительной части текущих задач развития предприятия и обеспечения его эффективной деятельности в условиях рынка. При этом практическая реализация инвестиционных проектов на микроуровне обеспечивается инвестиционной деятельностью предприятия, которая является одним из самостоятельных видов его хозяйственной деятельности и важнейшей формой достижения его экономических интересов.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 13 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

## 1.2 Инвестиционная деятельность предприятия

Инвестиционная деятельность представляет собой часть хозяйственной деятельности предприятия по целевому формированию и распоряжению собственными и заемными источниками финансовых ресурсов, а также амортизацией, которые обеспечивают его расширенное воспроизводство. Инвестиционная деятельность предприятия есть объект финансового управления, связанный с упорядоченным вложением финансовых ресурсов в развитие производства и социальную инфраструктуру (капитальные вложения в собственные и совместные производства, инфраструктуру или прямые **инвестиции**) и в ценные бумаги эмитентов (косвенные **инвестиции**). Инвестиционная деятельность предприятия носит долгосрочный характер и связана не только с вложениями финансовых ресурсов по определенным направлениям, но и с эмиссией собственных ценных бумаг и с целевым привлечением других долгосрочных заемных источников финансирования прямых производственных и непроизводственных инвестиций.

Субъектами инвестиционной деятельности являются: инвесторы, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также поставщики, юридические лица (банковские, страховые и посреднические организации, инвестиционные фонды) и другие участники инвестиционного процесса. Субъектами инвестиционной деятельности могут быть физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государства и международные организации.

Инвесторы осуществляют вложения собственных, заемных и привлеченных средств в форме инвестиций и обеспечивают их целевое использование. Заказчиками могут быть инвесторы, а также любые физические и юридические лица, уполномоченные инвестором осуществлять реализацию инвестиционного проекта, не вмешиваясь при этом в предпринимательскую или иную деятельность других участников инвестиционного процесса, если иное не предусмотрено договором (контрактом) между ними. В случае если заказчик не является инвестором, он наделяется правами владения, пользования и распоряжения инвестициями на период и в пределах полномочий,



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 14 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

установленных договором. Пользователями объектов инвестиционной деятельности могут быть инвесторы, а также другие физические и юридические лица, государственные и местные органы власти, иностранные государства и международные организации, для которых создается объект инвестиционной деятельности. В случае если пользователь объекта инвестиционной деятельности не является инвестором, взаимоотношения между ним и инвестором определяются договором (решением) об инвестировании.

Субъекты инвестиционной деятельности вправе совмещать функции двух или нескольких участников.

Объектами инвестиционной деятельности являются:

- вновь создаваемые и модернизированные основные фонды во всех отраслях экономики;
- ценные бумаги (акции, облигации);
- целевые денежные вклады;
- интеллектуальные ценности;
- научно-техническая продукция и другие объекты собственности;
- имущественные права и права на интеллектуальную собственность.

Аналогичные объекты включают и иностранные **инвестиции**, если они не противоречат законодательству Республики Беларусь. Иностранные инвесторы имеют право осуществлять инвестирование на территории Республики Беларусь посредством:

- долевого участия в предприятиях, создаваемых совместно с юридическими и физическими лицами Республики Беларусь;
- создание предприятий, полностью принадлежащих иностранным инвесторам, а также филиалов иностранных юридических лиц;
- приобретения предприятий, зданий, сооружений, долей участия в предприятиях, паев, акций, облигаций и других ценных бумаг, а также иного имущества,



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 15 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



которое по законодательству Республики Беларусь может принадлежать иностранным инвесторам;

- приобретение прав пользования землей и другими природными ресурсами;
- предоставление займов, кредитов, имущества и других имущественных прав.

Законом запрещается инвестирование в объекты, создание и использование которых не отвечает требованиям экологических, санитарно-гигиенических и других норм, установленных законодательством, действующим на территории Республики Беларусь, или наносит ущерб охраняемым законом правам и интересам граждан, юридических лиц или государства.

Субъекты инвестиционной деятельности действуют в инвестиционной сфере, где осуществляется практическая реализация финансовых вложений. В состав инвестиционной сферы включается:

- сфера капитального строительства, где происходит вложение инвестиций основные фонды производственного назначения;
- инновационная сфера;
- сфера обращения финансового капитала и финансовых обязательств в различных формах.

Все инвесторы имеют равные права на осуществление инвестиционной деятельности. Инвестор самостоятельно определяет объем, направления, размеры и эффективность инвестиций. Участники инвестиционной деятельности, выполняющие соответствующие виды работ, должны располагать лицензией или сертификатом на право осуществления такой деятельности. Перечень работ, подлежащих лицензированию, порядок выдачи лицензий и сертификатов установлен Правительством Республики Беларусь. Основным правовым документом, регулирующим производственно – хозяйственные и другие взаимоотношения субъектов инвестиционной деятельности, является договор (контракт) между ними. Заключение договоров, выбор партнеров, определение обязательств и любые другие условия хозяйственных взаимоотношений являются исключительной компетенцией субъектов инвестиционной деятельности.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 16 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



Государство гарантирует стабильность прав субъектов инвестиционной деятельности. **Инвестиции** на территории Республики Беларусь в некоторых случаях подлежат обязательному страхованию, что является гарантией их сохранности.

Организация инвестиционной деятельности предприятия должна учитывать не только достижение главной цели, но и конкретные задачи, которые ставит перед собой каждый субъект. К важнейшим задачам формирования результативной системы инвестиционной деятельности на предприятии относятся:

- формулирование долгосрочной стратегии развития предприятия;
- определение рациональных направлений инвестиций;
- контроль за выполнением намечаемых решений и оценка последствий реализации инвестиционных проектов.

Реализация инвестиций (применение инвестиционных решений) в современных условиях определяется предприятием с учетом таких факторов, как инфляция и ожидание роста цен на производственные ресурсы.



*кафедра  
экономики и  
управления*

[Начало](#)

[Содержание](#)



Страница 17 из 268

[Назад](#)

[На весь экран](#)

[Заккрыть](#)

## Тема 2. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ

### 2.1 Инвестиционная политика: сущность, цели и задачи

Предпринимательская, инвестиционная деятельность и в целом состояние экономики в значительной степени зависят от государственной политики. Своими действиями государство может тормозить или ускорять эти процессы. Рыночная экономика, несмотря на ее многие положительные черты, не способна автоматически регулировать предпринимательскую и инвестиционную деятельность, а также все экономические и социальные процессы в интересах всего общества. Она не обеспечивает социально справедливое распределение доходов и не гарантирует право на труд, не нацеливает предприятия и организацию на охрану окружающей среды и не поддерживает незащищенные слои населения. Частный бизнес не заинтересован вкладывать свои **инвестиции** в те отрасли и проекты, которые не приносят достаточно высокой прибыли, но для общества и государства они являются жизненно необходимыми. Рыночная экономика не решает и многих других проблем, поэтому необходимо вмешательство государства. Прерогативой государства является и обеспечение надлежащего правопорядка в стране и ее национальной безопасности, что, в свою очередь, является основой развития инвестиционной деятельности. Таким образом, экономика любой страны не может нормально развиваться, а **инвестиции** не будут вкладываться, если государство не обеспечит соответствующих условий.

Инвестиционная политика является органической частью государственной экономической политики и направлена на обеспечение активизации и повышение эффективности инвестиционной деятельности. В то же время *инвестиционная политика* – это комплекс мер, обеспечивающий формирование благоприятного национального инвестиционного климата.

Формирование благоприятного инвестиционного климата предполагает улучшение общих условий хозяйствования, защиту прав собственности, совершенствование



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 18 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

корпоративного управления, выравнивание условий конкуренции, улучшение информационного обеспечения бизнеса, реформирование бухгалтерского учета и статистики, развитие финансовых рынков и институтов, в том числе фондового рынка, банков, страховых и инвестиционных институтов.

Ключевым структурным элементом благоприятного экономического инвестиционного климата является формирование механизмов, обеспечивающих защиту прав собственности на средства производства и его результаты. Государство должно усилить защиту добросовестных приобретателей ценных бумаг, недвижимости, иной собственности, создать надежные и эффективные системы регистрации перехода прав, хранения информации о совершенных сделках и субъектах прав.

Конкретными направлениями усиления защиты прав собственности являются ужесточение регламентации выпуска и перехода прав на акции и другие ценные бумаги, обеспечение финансовой и информационной прозрачности компаний, упорядочение отношений собственников и менеджмента компаний.

Принципиальное значение для усиления инвестиционной активности отечественных и иностранных инвесторов имеет защита прав кредиторов. Эта проблема решается комплексно в рамках существующих способов защиты имущественных прав, корпоративного права, деятельности судебной системы и исполнительного производства, процедур банкротства. Защита прав кредиторов может обеспечиваться путем повышения эффективности применения залогового права и законодательства об исполнительном производстве, формирования прогрессивного правового режима в сфере банкротства при разумном ограничении риска инвестора утратить контроль за своей собственностью в результате недобросовестного применения процедур банкротства.

Благоприятный инвестиционный климат предполагает *создание равных условий конкуренции*. Это:

- единое экономическое пространство на территории страны, отсутствие административных барьеров для движения товаров, капиталов и рабочей силы, из-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 19 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



быточной региональной регламентации хозяйственной деятельности;

- прозрачность процессов создания и слияния коммерческих организаций путем приобретения крупных пакетов акций, основных производственных средств и нематериальных активов;
- отсутствие барьеров для доступа на товарные рынки и возможность эффективного контроля над предприятиями, занимающими доминирующее положение на рынке;
- равные условия доступа к государственным заказам;
- широкое развитие малого бизнеса, в том числе за счет резкого сокращения административного вмешательства, упрощения и стабилизации налогообложения, расширения возможностей пополнения оборотных средств.

Важнейшими условиями создания благоприятного инвестиционного климата являются: упрощение первоначального выхода на рынок; устранение излишнего административного регулирования предпринимательской деятельности; обеспечение согласованности действий региональных органов власти по отношению к бизнесу.

Наряду с защитой прав собственности инвесторов и кредиторов не менее важное значение в создании благоприятного инвестиционного климата имеют стабильность национальной валюты, проявляющаяся в устойчивом или относительно устойчивом курсе национальной валюты и уровне цен на товары, а также прозрачность и стабильность налоговой системы и ее стимулирующие функции в области инновационной и инвестиционной деятельности.

Взаимоотношения бизнеса и власти должны строиться по принципу: бизнесу разрешено все, что не запрещено законом, а власти запрещено все, что не предусмотрено законом. Речь идет не столько о создании благоприятного инвестиционного климата, сколько о создании благоприятных условий для повышения инвестиционной активности.

Все перечисленные направления создания благоприятных экономических условий для повышения инвестиционной активности тесно взаимосвязаны и должны



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 20 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



реализовываться комплексно – как во времени, так и в пространстве. В частности, крайне важно добиться согласованности действий в стимулировании инвестиционно-го процесса со стороны региональных властей. Это касается как унификации нормативной и законодательной базы, так и единства практических действий руководства регионов (разумеется, речь не идет об отказе от учета региональной специфики). Единая экономическая политика на всей территории страны должны стать одним из главных приоритетов в формировании взаимоотношений регионов.

С инвестиционной политикой государства тесно связано понятие правового режима инвестиционной деятельности, которое объединяет ряд характеристик, определяющих отношение государства к национальным и иностранным инвесторам, легализованным в качестве участников экономических отношений на белорусском рынке. Правовой режим инвестиционной деятельности обусловлен особенностями разрешенных национальным законодательством правовых и организационных форм осуществления такой деятельности национальными и иностранными инвесторами.

Государство определяет стратегию поведения инвесторов, а также структуру инвестиций. Исходя из состояния экономики (уровня инфляции, дефицита бюджетной системы, структуры производства, платежеспособного спроса населения на товары и услуги), применяются те или иные методы регулирования инвестиционной деятельности.

Необходимо отметить, что стабильность регулирования инвестиционной деятельности во многом обусловлена ясностью и последовательностью реализуемой властями страны государственной инвестиционной политики. Причем разработкой, осуществлением, координацией и контролем над ее реализацией необходимо заниматься на профессиональном уровне.

*Цель инвестиционной политики* – реализация стратегического плана социально-экономического развития страны, но в любом случае, конечной целью инвестиционной политики является оживление инвестиционной деятельности, направленной на подъем национальной экономики, повышение эффективности общественного произ-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 21 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

водства.

*Задачи инвестиционной политики* зависят от поставленной цели и сложившейся экономической ситуации в стране. Задачами могут быть: выбор и поддержка развития отдельных отраслей хозяйства; реализация программы конверсии военно-промышленного комплекса; обеспечение конкурентоспособности отечественной продукции; поддержка развития малого и среднего бизнеса; поддержка развития экспортных производств; обеспечение сбалансированности развития всех отраслей белорусской экономики; реализация программы жилищного строительства и др.

Эффективные механизмы реализации инвестиционной политики опираются на государственное участие в решении данной проблемы. В то же время реализация инвестиционной политики является прерогативой не только государственных органов управления, она осуществляется на рынке всеми субъектами инвестиционного процесса в соответствии с законодательно-правовыми предпосылками, регламентированными государством. Государство в рыночных условиях должно не только регулировать, но и создавать условия для социального партнерства. Инвестиционная политика определяет среднесрочные и долгосрочные цели инвестиционной деятельности и основные пути их достижения. Она включает разработку социально-экономических и научно-технических прогнозов, инвестиционной стратегии, инвестиционных программ и проектов, критерии для их оценки и отбора, что особенно важно в условиях длительности инвестиционного цикла, многофакторности и изменчивости рыночной инфраструктуры.

На сегодняшний день основной акцент государственной инвестиционной политики должен быть сделан на создании условий для развития высококонкурентных секторов экономики, формировании долгосрочной основы для интенсивного обновления основных фондов и переориентации инвестиционной деятельности на расширение производственного потенциала на базе современных технологий.

Государственная **инвестиционная политика** должна создавать цивилизованные правила игры в области инвестиций и способствовать активизации инвестиционной



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 22 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

деятельности, а также разрабатываться на всех уровнях экономической деятельности.

На *микроуровне* – для предприятий, финансово-промышленных групп, холдингов, банков, фондов – **инвестиционная политика** должна быть, с одной стороны, рассчитана на достаточно длительный период времени (с учетом сроков разработки и окупаемости проектов), а с другой стороны – являться вариантной, гибкой, допускающей своевременные коррективы с учетом конъюнктуры.

Цель инвестиционной политики *на микроуровне* – обеспечение выгодного вложения собственных, заемных и других средств в **инвестиции** для стабильной и устойчивой деятельности предприятий в настоящем и в будущем. Разработка инвестиционной политики на микроуровне является важнейшей задачей руководителей и топ-менеджеров предприятий.

Не менее важна **инвестиционная политика** региональных уровней управления, которая должна учитывать перспективы развития территориальных единиц с учетом их особенностей, служить основой для выработки целевых программ, селективной стратегии поддержки наиболее перспективных проектов.

Под *региональной инвестиционной политикой* понимается система мер, проводимых на уровне региона, способствующих мобилизации инвестиционных ресурсов и определению направлений их наиболее эффективного и рационального использования в интересах населения данного региона и отдельных инвесторов.

На территориальном уровне разработкой и реализацией инвестиционной политики занимается администрация субъектов хозяйствования. В координации региональной инвестиционной политики принимают участие органы исполнительной власти, а также полномочные представители Президента Республики Беларусь.

На макроуровне выработка и реализация государственной инвестиционной политики помогает концентрировать бюджетные средства и меры поддержки в наиболее перспективных отраслях и регионах, поддерживать сбалансированность развития экономики в целом, переход ее на новое качественное состояние с наименьшими за-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 23 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



трастами. Инвестиционная политика на макроуровне должна способствовать оживлению инвестиционной деятельности на региональном и государственном уровнях. Выработка и осуществление перспективной инвестиционной политики – функция Правительства Республики Беларусь и органов исполнительной власти.

Мировой опыт стран с развитой рыночной экономикой показывает, что в условиях реформирования экономики, в кризисных ситуациях роль государства возрастает, а в условиях стабильности и оживления снижается. Во всех случаях государство должно придерживаться основного правила: так воздействовать на предпринимательскую и инвестиционную деятельность, чтобы не разрушать рыночные основы и не допускать кризисных явлений.

Задачи и методы реализации инвестиционной политики меняются в зависимости от фазы экономического развития.

В *фазе кризиса и депрессии*, когда преобладает стратегия выживания, цель инвестиционной политики – сохранение, поддержка и укрепление наиболее жизнеспособной и перспективной части основного капитала, пригодной для производства конкурентоспособной продукции.

В *фазах оживления и подъема* преобладает стратегия прорыва, приходит время инвестиционного бума, и задача состоит в своевременном и комплексном осуществлении инвестиций и инноваций, способствующих расширению освоенных рыночных ниш и завоеванию новых.

В *фазе зрелости* (стабильного развития) государственная поддержка минимальна, инновации и **инвестиции** реализуются обычным рыночным путем. Инвестиционная политика должна своевременно учитывать перемены курса на различных фазах экономического развития.

Инвестиционная политика должна занимать центральное место в концепции социально-экономического развития Республики Беларусь на долгосрочную перспективу.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 24 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



## 2.2 Направления и методы реализации инвестиционной политики

Реализуя инвестиционную политику, государство выполняет *важнейшие функции* по регулированию социально-экономического, научно-технического, территориального, внешнеэкономического развития страны и обеспечению ее национальной безопасности.

*Социальные функции государства* требуют выделения инвестиций на региональном уровне для поддержания, обновления и расширения социальной инфраструктуры: строительства реконструкции дошкольных учреждений, школ, вузов, больниц, поликлиник, санаториев, учреждений культуры. Эти **инвестиции** осуществляются в основном за счет государственного и регионального бюджетов, а также внебюджетных фондов (например, фонда социального страхования) и имеют важнейшее значение для экономического роста, повышения уровня и качества жизни населения.

При выполнении *экологической функции государства* требуется выделение инвестиций на региональном уровне на строительство и реконструкцию очистных сооружений, сети контроля за состоянием окружающей среды, поиск и предварительную разведку полезных ископаемых, лесное и рыбное хозяйство, мелиорацию и рекультивацию земель. Вместе с тем экологические **инвестиции** частично осуществляются за счет предприятий, а также иностранных инвесторов.

Важнейшим направлением осуществления *стратегически-инновационной функции государства* является выделение инвестиций на развитие производственной инфраструктуры (строительство и реконструкция дорог, портов, аэровокзалов, линий электропередачи, трубопроводов и т. п.), а также в освоение инноваций, имеющих ключевое значение для повышения технического уровня и конкурентоспособности продукции, в реализацию конверсионных проектов. Государство направляет **инвестиции** на программы и проекты такого характера, к ним привлекаются также негосударственные **инвестиции**.

Государство выделяет **инвестиции** на *развитие системы управления* всех ветвей



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 25 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

власти – строительство и реконструкцию административных зданий, оснащение их современной техникой, развитие сети правительственной связи, сооружение или техническое перевооружение зданий для органов правопорядка. Без этого невозможно обеспечить эффективное функционирование государственных служб.

Государство выделяет **инвестиции** для реализации *региональной политики*. Государственным бюджетом предусматривается финансовая поддержка развития регионов, включая и средства на капитальные вложения.

*Внешнеэкономическая функция государства* состоит в привлечении иностранных инвестиций и создании благоприятного климата для инвесторов.

*Оборонная политика государства* требует прямых государственных инвестиций в строительство и реконструкцию оборонных объектов, а также в развитие оборонно-промышленного комплекса, освоение новых поколений военной техники.

*Государственное регулирование* в целях реализации перспективной инвестиционной политики осуществляется в следующих *формах*:

1. *Государственной инвестиционной стратегии* – выбора приоритетов, пользующихся прямой или косвенной поддержкой государства.
2. *Прямого участия государства* в инвестиционной деятельности. Оно заключается в осуществлении за счет средств государственного и местного бюджетов. Прямые бюджетные **инвестиции** направляются, прежде всего, на объекты социального, экологического, оборонного характера, а также на строительство объектов для органов государственного управления. Предусматриваются капитальные вложения в развитие производственной инфраструктуры, например дорожное строительство. Кроме того, государство непосредственно участвует в проведении экспертизы инвестиционных проектов; в разработке и утверждении стандартов (норм и правил) и осуществлении контроля за их соблюдением; в выпуске гарантированных целевых займов.
3. *Косвенного регулирования*, включающего разнообразные методы и рычаги воздействия, стимулирующие развитие инвестиционной деятельности, а имен-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 26 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

но налоговую, амортизационную политику, защиту интересов инвесторов и другие меры экономического воздействия. Законом предусматривается, что государство создает благоприятные условия для развития инвестиционной деятельности путем:

- совершенствования системы налогов, механизма амортизации и использования амортизационных отчислений;
- установления для субъектов инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуальный характер;
- защиты интересов инвесторов;
- предоставления субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами;
- расширения использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения;
- создания и развития сети информационно-аналитических центров, публикующих рейтинговые оценки субъектов инвестиционной деятельности;
- принятия антимонопольных мер;
- расширения возможностей использования залогов при осуществлении кредитования;
- развития финансового лизинга;
- проведения переоценки основных фондов в соответствии с темпами инфляции;
- создания возможностей формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов.

4. *Активной поддержки развития инвестиционно-инновационной инфраструктуры:* создания инновационных центров, инкубаторов для малого бизнеса, проведения выставок инвестиционных проектов в Беларуси и за рубежом, публикации инвестиционных предложений.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 27 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



5. *Кадровой поддержки инвестиционного бизнеса* путем организации подготовки, переподготовки и повышения квалификации инвестиционных менеджеров и госслужащих.

### 2.3 Новые подходы к инвестиционной политике

Чтобы обеспечить устойчивый рост экономики Республики Беларусь и улучшить ее качественные параметры, нужны *новые подходы к инвестиционной политике* на всех уровнях. Они состоят в усилении следующих акцентов:

- **инвестиционная политика**, ориентированная на инновации, должна занять центральное место в государственной политике на среднесрочную и долгосрочную перспективу, чтобы обеспечить переход от кризиса к устойчивому оживлению и подъему, возрождение экономики. Реализация такой политики возможна лишь при увеличении доли валового накопления основных фондов в структуре использования ВВП, при этом не должно быть сокращения доли фонда личного потребления. Государству необходимо создать максимально благоприятные условия для инвестиционного бизнеса и непосредственно участвовать в поддержке базисных инноваций, развитии производственной инфраструктуры;
- необходимо обеспечить последовательную социальную ориентацию государственной инвестиционной политики. Только за счет крупных вложений в человеческий капитал, жилищное строительство, производство продовольствия, протоваров, социальную инфраструктуру, можно решить задачи социальной политики, обеспечить повышение уровня и качества жизни. Для этого следует увеличить долю инвестиций направляемых на развитие легкой и пищевой промышленности, сельского хозяйства, здравоохранения, образования и культуры, бытовых и коммунальных услуг. Вложения в потребительский сектор быстро окупаются, что позволит ускорить расширенное воспроизводство инвестиционного комплекса;



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 28 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



- **инвестиционная политика** должна приобрести четко выраженный *инновационный характер*, обеспечить ускоренное освоение и распространение базовых инноваций. Обеспечение единства инвестиционной и инновационной политики требует проведения оценки технологического уровня существующих производств, введения обязательной технологической экспертизы инвестиционных проектов, которые должны соответствовать современному и будущему технологическому уровню. На этой основе возрастут доля оборудования, инструмента и инвентаря в технологической структуре капитальных вложений и доля инвестиционного машиностроения в отраслевой структуре капитальных вложений, в том числе за счет усиления бюджетной поддержки освоения и распространения принципиально новой техники;
- добиться перелома в инвестиционной динамике можно, создавая условия для крупномасштабного *притока в сферу инвестиций отечественного частного капитала и сбережений населения*, применяя для этого разнообразные методы: ускоренную амортизацию с целевым использованием амортизационного фонда; освобождение от таможенных пошлин закупаемого технологического оборудования; поддержку с помощью льготных инвестиционных кредитов высокоэффективных проектов, прошедших конкурсный отбор; страхование инвестиционных проектов и др.;
- важнейшими приоритетами государственной политики должны стать *ресурсосбережение и экология*. Массовый переход к ресурсосберегающим технологиям позволит сократить темпы истощения природных ресурсов, уменьшить загрязнение окружающей среды, сохранить запас природных ресурсов для будущих поколений. Для этого требуется значительное увеличение инвестиций в экологические проекты. Источником их финансирования должны стать платежи предприятий за выбросы вредных веществ в окружающую среду и за сверхнормативные потери полезных ископаемых и лесных ресурсов при добыче и переработке, а также платежи за пользование природными ресурсами;



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 29 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- необходима *селективная инвестиционная политика*, концентрация ограниченных инвестиционных ресурсов на небольшом числе объектов, отличающихся высокой окупаемостью либо жизненно важных для обеспечения жизнедеятельности страны или региона. Селективная *инвестиционная политика*, нацеленная на реализацию приоритетных программ и проектов, даст возможность ускорить оборот выделяемых на эти цели средств, увеличить проток поступающих на внутренний рынок товаров и услуг и на этой основе наращивать инвестиционный потенциал;
- *территориальную инвестиционную политику* следует ориентировать на сближение уровней экономического, социального и технологического развития регионов, комплексное использование ресурсов, повышение самообеспеченности в сочетании с рациональным территориальным разделением труда, преодолением гипертрофированной урбанизации. Приоритеты региональной инвестиционной политики состоят в переходе к комплексному развитию и повышению уровня самообеспечения каждого региона, формированию более эффективной, отвечающей требованиям рыночной экономики в системе территориального разделения труда и межрегионального обмена, развития социальной и экологической инфраструктур.

## 2.4 Оценка инвестиционного климата

*Инвестиционный климат* – совокупность условий в стране-реципиенте, влияющих на деятельность в ней национальных и иностранных инвесторов. При выборе страны, в которую иностранный инвестор хотел бы инвестировать свои средства, происходит оценка конкретных экономических, политических, социальных, правовых условий функционирования.

В современной экономике существует большое количество методик, применяемых для оценки инвестиционного климата страны. Среди них следует выделить методи-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 30 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ку оценки инвестиционного риска информационной службы БЕРИ (BERI index – Business Environment Information Risk index), методику оценки кредитоспособности стран Всемирного банка, методику оценки конкурентоспособности стран Всемирного экономического форума, методику оценки инвестиционного риска журнала «Евромани» (Интегральный показатель надежности) и др.

*При оценке индекса конкурентоспособности стран, проводимой Всемирным экономическим форумом, анализ ведется по следующим направлениям:*

1. степень открытости экономики (уровень квот и тарифов в стране, курс иностранной валюты и валютные ограничения, ограничения на импорт капитала);
2. правительство (особенности государственной экономической политики, налоговой системы, степень бюрократизации экономики, уровень государственного вмешательства в экономику, наличие теневого сектора, уровень налогообложения);
3. кредитно-финансовая система (развитость инфраструктуры финансового рынка, доступность банковского кредитования, особенности финансового регулирования и надзора);
4. инфраструктура (общий уровень развития инфраструктуры, расходы государства на поддержание и совершенствование объектов инфраструктуры, стоимость услуг инфраструктуры);
5. технология (математическое и научное образование, количество ученых и инженеров, научно-исследовательских учреждений, уровень защиты интеллектуальной собственности);
6. качество менеджмента;
7. рабочая сила (квалификация рабочей силы, социальная защищенность, уровень оплаты труда);
8. институты (качество государственного управления, наличие организованной преступности, политическое доверие).



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 31 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



*Методика оценки кредитоспособности Всемирного банка* основана на оценке возможностей стран погашать свои долги и соответственно вероятности наступления финансового кризиса в стране. В основу рейтинга положены три основных показателя:

1. отношение общей суммы внешнего долга к ВВП (не более 50 %);
2. отношение общей суммы внешнего долга к годовой экспортной выручке (не более 275 %);
3. отношение выплат по погашению и обслуживанию внешнего долга к годовой экспортной выручке (не более 30 %).

К числу государств, имеющих низкий уровень кредитной безопасности, относятся страны, в которых три показателя в среднем в течение трех лет превышают расчетные уровни. К числу государств, имеющих средний уровень кредитной безопасности, относятся страны, в которых три показателя находятся на уровне не более 60 % расчетных величин.

*Методика оценки инвестиционного риска журнала «Евромани»* предполагает расчет интегрального показателя надежности страны на основе оценки эффективности экономики страны, уровня политического риска, общего показателя задолженности, доступности банковского кредитования, доступности краткосрочного финансирования, доступности долгосрочного ссудного капитала, вероятности возникновения форс-мажорных обстоятельств, кредитоспособности, вероятности невыполнения обязательств по выплате долга.

*Методика оценки инвестиционного климата риска информационной службы БЕРИ* предполагает расчет интегрального показателя BERI index (Business Environment Information Risk index) на основе оценки параметров: политическая стабильность в стране, отношение к иностранным инвесторам, риск национализации, риск девальвации, состояние платежного баланса страны, уровень государственного регулирования, темпы экономического роста, степень конвертируемости национальной валюты и валютные ограничения, возможность реализации договора, расходы на



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 32 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



заработную плату и производительность труда, возможность использования экспортов и услуг, организация связи и транспорта, качество местного управления и местных партнеров, доступ к долгосрочному кредитованию. Основным недостатком этих методик является нормативный характер показателей оценки инвестиционного климата, что не позволяет инвесторам самостоятельно формировать структуру факторов инвестиционного климата. В результате рейтинговые показатели не могут быть использованы при оценке инвестиционного климата страны конкретной компанией-инвестором в силу следующего недостатка: они не позволяют учитывать конкретные цели иностранных инвестиций отдельной компании, поскольку используются для макроэкономических сопоставлений стран.

Для анализа инвестиционного климата страны инвесторами может применяться матричная модель оценки инвестиционного климата.

Выбор страны компанией-инвестором осуществляется как результат максимизации функции:

$$f(IC_j \times CI_j) \longrightarrow \max \quad (1.1)$$

где  $IC_j$  (investment climate) – интегральный показатель инвестиционного климата  $j$ -ой страны;

$CI_j$  (competitiveness index) – интегральный индекс конкурентоспособности зарубежного филиала на рынке  $j$ -ой страны.

Предлагаемые базовые показатели рассчитываются следующим образом:

а) интегральный показатель инвестиционного климата:

$$IC_j = \frac{\sum_{i=1}^n (1 + \frac{C_i^j - C_a^i}{C_a^i})}{n} \times a_i \text{ при } IC = f(C_i) \quad (1.2)$$



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 33 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть

$$IC_j = \frac{\sum_{i=1}^n (1 + \frac{C_i^j - C_a^i}{C_a^i})}{n} \times a_i \text{ при } IC = f(1/C_i) \quad (1.3)$$

где  $IC_j$  – интегральный показатель инвестиционного климата  $j$ -ой страны (при  $IC > 1$  страна имеет конкурентные преимущества для привлечения иностранных инвестиций);

$C_j^i$  – абсолютное значение  $i$ -го показателя инвестиционного климата  $j$ -ой страны (система показателей на основе которых рассчитывается интегральный показатель инвестиционного климата, формируется инвестором исходя из цели зарубежных инвестиций);

$C_a^i$  – среднее абсолютное значение  $i$ -го показателя инвестиционного климата для группы исследуемых стран;

$a_i$  – коэффициент значимости  $i$ -го показателя инвестиционного климата с точки зрения цели зарубежных инвестиций ( $a = 0,8 - 1$ );

$n$  – общее количество исследуемых показателей инвестиционного климата;

$m$  – общее количество исследуемых стран.

б) интегральный показатель конкурентоспособности:

$$CI_j = \sum_{i=1}^n (1 + \frac{C_i - C_{ai}}{C_{ai}}) / n \text{ при } CI = f(c) \quad (1.4)$$

$$CI_j = \sum_{i=1}^n (1 + \frac{C_{ai} - C_i}{C_{ai}}) / n \text{ при } CI = f(1/c) \quad (1.5)$$

где  $CI_j$  – интегральный показатель конкурентоспособности компании на рынке  $j$ -ой страны (если значение  $CI > 1$ , компания имеет конкурентные преимущества на целевом рынке);



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 34 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

$c_i$  – абсолютное значение  $i$ -го показателя хозяйственной деятельности компании-инвестора (система абсолютных показателей, на основе которых рассчитывается интегральный индекс конкурентоспособности формируется инвестором исходя из цели зарубежных инвестиций);

$c_{ai}$  – среднее абсолютное значение  $i$ -го показателя хозяйственной деятельности компаний- конкурентов на рынке  $j$ -ой страны;  $n$  – общее количество исследуемых показателей конкурентоспособности.

После оценки показателей инвестиционного климата и конкурентоспособности компании инвестора на целевом рынке осуществляется выбор страны-реципиента исходя из условия максимизации с применением матричного метода.

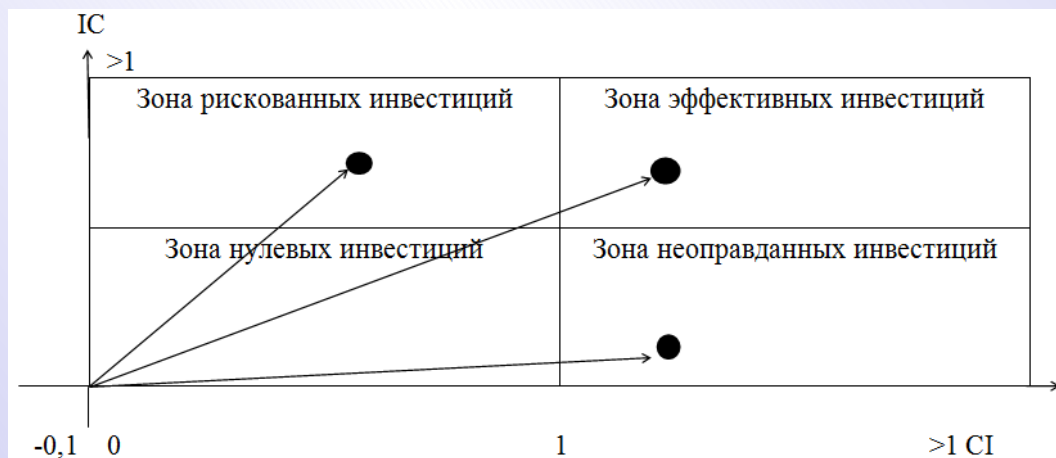


Рисунок 2.1 – Матричная модель оценки инвестиционного климата страны

Рейтинг глобальной конкурентоспособности стран мира рассматривается на Всемирном экономическом форуме (ВЭФ, Давос). Сравнительная таблица основных групп индикаторов конкурентоспособности, методологии расчета национальных и



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 35 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

региональных индикаторов конкурентоспособности различны, но они обычно включают одни и те же главные компоненты («драйверы», факторы).

Всемирный банк по разработке методологии оценки конкурентоспособности, на национальном и региональном уровне, указывал ключевые аспекты и способы измерения конкурентоспособности, ее основные индикаторы и примеры использования.

*Отчет по глобальной конкурентоспособности* (ОГК) ежегодно публикуемый Всемирным экономическим форумом (ВЭФ) с 1996, в основном сводится к двум индексам:

- *Индекс глобальной конкурентоспособности* (ИГК), разработанный Джефффри Саксом из Колумбийского университета (США) с Джоном Мак Артуром из Института Земли как «индекс роста конкурентоспособности», расширен Ксавье Сала-и-Мартинотом из Колумбийского университета с учетом новых задач глобализации в «индекс глобальной конкурентоспособности»;
- *Индекс конкурентоспособности бизнеса* (ИКБ), разработан Майклом Портером из Гарвардского университета, на основе его теории «ромба конкурентоспособности», факторов производства, спроса, связанных и вспомогательных отраслей и деятельности фирм. Современная версия ИГК включает и измерение конкурентоспособности бизнеса, обобщение этих двух индикаторов и стадий Портера (две трети данных поступает из опроса мнений руководителей, а треть из публикуемых статистических источников).



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 36 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть



## Тема 3. ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ И МЕХАНИЗМЫ ЕЕ РЕАЛИЗАЦИИ

### 3.1 Сущность инвестиционной стратегии и ее типы

Под *инвестиционной стратегией* понимается определение приоритетных направлений инвестиционной деятельности с учетом целей инвестиционной политики. Выбор стратегии – необходимый этап инвестиционной деятельности для инвестора, инвестиционного банка или фонда, органа государственного управления, учитывающий результаты среднесрочного или долгосрочного прогнозирования и являющийся базой для разработки бизнес-планов и инвестиционного проектирования.

Тип рыночной стратегии не одинаков на разных фазах инвестиционных и экономических циклов. В фазе стабильного развития преобладает *эволюционная стратегия*, опирающаяся преимущественно на улучшающие инновации, расширение и обновление ассортимента выпускаемой продукции, увеличение ее доли на уже освоенных рынках, постепенное продвижение на новые. Государство при этом в минимальной степени вмешивается в инвестиционный процесс, обеспечивая условия для конкуренции его участников.

В фазе кризиса и депрессии предпочтение отдается *стратегии выживания*: инвестиционная деятельность сворачивается, фонд накопления сводится к минимуму, время для инноваций самое неблагоприятное. Строительство новых объектов осуществляется в минимальных масштабах, **инвестиции** направляются, прежде всего, на поддержку конкурентоспособных производств, способных выжить в условиях резкого ухудшения экономической конъюнктуры и составить основу для выхода из кризиса. Государство стремится поддержать перспективные предприятия, осуществляет строительство объектов инфраструктуры.

В фазах оживления и подъема приоритет отдается *стратегии прорыва*, освоения и распространения базисных инноваций, открывающих дорогу для новых поколений и направлений техники и технологии. Искусство выбора стратегии состоит



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 37 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

в правильной оценке ключевых направлений технологического переворота, в выборе перспективных рыночных ниш и концентрации сил и средств на ускоренном их освоении.

### 3.2 Приоритеты государственной инвестиционной стратегии

При выборе приоритетов инвестиционной политики необходимо исходить из долгосрочных целей развития и структурной перестройки белорусской экономики. На перспективу можно выделить следующие приоритеты долгосрочной инвестиционной стратегии:

1. *Опережающее развитие потребительского сектора.* Здесь, как правило, реализуются быстро окупаемые проекты, привлекающие средства населения (строительство индивидуального жилья, хозяйственных построек для личного подсобного и фермерского хозяйств; вложения в производство, переработку и хранение продовольствия; изготовление качественной бытовой техники, мебели, одежды, обуви; производство медицинской техники и лекарственных препаратов; бытовые, коммунальные и образовательные услуги; сфера культуры, туризм).

Нужно повысить долю региональных и частных вложений в сельское хозяйство, пищевую промышленность, транспортировку, хранение продовольствия, поддержать личные подсобные, фермерские хозяйства, малые формы переработки сельхозпродукции, производство детского питания, создание системы сертификации и контроля экологической чистоты и качества продовольствия.

Не менее важное стратегическое значение имеют **инвестиции** в сферу науки, образования, культуры. Здесь решающую роль играют **инвестиции** за счет государственного, региональных и местных бюджетов.

2. *Освоение и расширение производства высокотехнологических систем новых поколений,* обеспечивающих конкурентоспособность отечественной продукции и повышение эффективности производства. Необходима инвестиционная стратегия, ори-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 38 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ентрированная на освоение базисных инноваций. Следует существенно повысить удельный вес новой продукции машиностроения, сочетая прямую бюджетную поддержку базисных инноваций с экономическими льготами для предприятий, осваивающих и применяющих принципиально новую технику, а также привести в действие механизм поддержки венчурного инновационного бизнеса.

*3. Ресурсообеспечение, ресурсосбережение, экология.* В перспективе потребуются крупные вложения в разведку, добычу, переработку и транспортировку нефти и газа, реконструкцию угольной промышленности, энергетики, черной и цветной металлургии, химической, лесной, деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной промышленности, производство строительных материалов. Инвестиции должны направляться не на строительство новых предприятий, а на реконструкцию действующих производств на новейшей технологической основе, поддержку малого и среднего бизнеса в этой сфере. Нужно многократно увеличить долю вложений в освоение ресурсосберегающих технологий в сфере потребления топлива, энергии, сырья, материалов, чтобы существенно сократить спрос на них; в комплексную переработку извлекаемого природного сырья, утилизацию отходов и вторичных ресурсов.

*4. Обновление и развитие инфраструктуры.* Прежде всего, это касается транспорта (железнодорожного, воздушного, трубопроводного, водного). В среднесрочной и долгосрочной перспективе потребуются огромные вложения в обновление подвижного состава транспорта, повышение его экологической безопасности, реконструкцию трубопроводов, строительство дорог с твердым покрытием и аэропортов, оснащенных современным аэронавигационным оборудованием. Это будут в основном вложения частного (белорусского и иностранного) капитала. Однако, учитывая длительный срок окупаемости, без значительных государственных инвестиций здесь не обойтись.

Значительные вложения потребуются в обновление и расширение инфраструктуры торговли, общественного питания, материально-технического снабжения и сбыта, заготовок, гостиничного хозяйства. Источником в основном будут накопления



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 39 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



предприятий и частные **инвестиции**.

5. *Обеспечение национальной безопасности.* Прежде всего, это основанная на долгосрочной оборонной доктрине программа создания, освоения и производства новых поколений военной техники, поддерживающих обороноспособность Республики Беларусь на достаточном уровне. Не меньшее значение имеют долгосрочная программа конверсии, эффективные меры по использованию научно-технического военно-промышленного комплекса для повышения технологического уровня экономики, организации производства конкурентоспособных изделий.

6. *Поддержка производства конкурентоспособной экспортной и импортозамещающей продукции, развитие международного научно-технического сотрудничества и туризма.* Свертывание внешнеэкономических связей со странами ближнего и дальнего зарубежья, странами ЕС, переориентация на рынки развитых стран, улучшение структуры внешнеэкономических связей.

В числе первейших направлений, призванных поднять уровень инвестирования реального сектора экономики и повысить инвестиционную активность в целом, необходимо выделить:

- вовлечение в инвестиционные процессы страны средств населения;
- создание механизма прямого использования для финансирования инвестиционных проектов части эмиссионных средств Национального банка Республики Беларусь;
- использование фондового рынка как института инвестиционной активности;
- создание условий и выработка методов переключения денежных потоков с вывоза средств за рубеж на финансирование инвестиционных программ и проектов внутри страны;
- формирование благоприятного климата для хозяйствующих субъектов, обеспечивающих большую часть амортизационных отчислений и прибыли;
- увеличение числа и обеспечение нормальной работы крупных многоуровневых



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 40 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

и кооперативных объединений (холдинги, финансово-промышленные группы, вертикально и горизонтально интегрированные компании);

- создание благоприятных условий в стране для иностранных инвесторов;
- страхование рисков при осуществлении инвестиционных операций.

Для преодоления опасных тенденций для экономики Республики Беларусь и ее роли в мировом сообществе представляются необходимыми следующие стратегические приоритеты инвестиционной деятельности:

- опережающий рост внешнеэкономических связей со странами СНГ, странами Востока, восстановление разорванных цепочек и позиций на ранее освоенных рынках, развитие совместной инвестиционной деятельности, разработка и реализация взаимовыгодных межгосударственных программ и проектов;
- государственная поддержка (включая прямые **инвестиции**) развития производства и экспорта готовой продукции, особенно высокотехнологической, научно-технического сотрудничества, экспорта и импорта лицензий;
- поддержка импортозамещающих производств медикаментов, продовольствия, бытовой техники, ограничение позиций иностранных транснациональных корпораций на внутреннем рынке;
- ускорение развития международного сотрудничества в области туризма, подготовки и переподготовки кадров, научного и культурного обмена на основе значительного потенциала Республики Беларусь в этой сфере.

Приведенная система стратегических инвестиционных приоритетов относится к макроуровню. Для каждого региона, предприятия, банка, инвестора необходимо формирование собственных инвестиционных приоритетов, отвечающих конкретным условиям функционирования и развития данного звена экономики и соответствующих национальной системе приоритетов.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 41 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

### 3.3 Механизмы реализации инвестиционной стратегии

Приоритеты инвестиционной стратегии могут быть реализованы лишь при создании благоприятных экономических и правовых условий, сочетании эффективных рыночных механизмов с мерами реальной государственной поддержки. Рассмотрим структуру этих механизмов.

1. *Инвестиционное прогнозирование и программирование.* Длительность инвестиционного цикла, возможность изменения рыночной конъюнктуры за годы разработки и осуществления проекта предполагают предвидение этих изменений, что является необходимым условием надежности и эффективности функционирования инвестиционного бизнеса и его государственного регулирования.

Система государственных прогнозов и программ служит ориентиром для участников инвестиционного бизнеса, которые подключаются к реализации государственных программ. В то же время государственные, частные, смешанные и иностранные предприятия, холдинги, консорциумы, банки, фонды самостоятельно разрабатывают инвестиционные прогнозы и программы.

2. *Финансово-кредитный механизм реализации стратегических инвестиционных приоритетов.* Экономически эффективные инвестиционные проекты будут финансироваться в основном за счет негосударственных инвестиций, т. е. за счет децентрализованных источников финансирования инвестиций.

Задача государства – содействовать максимальному использованию этих средств на инвестиционные цели. Несмотря на то, что сбережения населения не являются основным источником инвестиций в экономику, их роль будет возрастать по мере роста реальных доходов населения. Привлечение значительной части сбережений населения в качестве инвестиций реально при выполнении следующих условий: ставка процента по депозитам повышается до уровня, превышающего инфляцию; обеспечиваются высокие гарантии возврата вложенных средств и начисления процентов; развивается цивилизованный рынок негосударственных ценных бумаг, доступных для приобретения населением.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 42 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



3. *Развитие инвестиционных институтов.* Подъем инвестиционной активности связан с развитием системы инвестиционных институтов – государственных, частных и международных. Она включает в себя ряд специализированных корпораций, центров, фондов, банков, фондов поддержки малого предпринимательства, страховые компании и др.

4. *Законодательное регулирование инвестиционной деятельности.* Привлечение инвестиций в реальный сектор экономики связано в первую очередь с формированием целостной системы правового обеспечения. Такой системы пока не создано, инвестиционное законодательство имеет раздробленный и внутренне противоречивый характер. Формы инвестирования чрезвычайно разнообразны, а законодательство, которое оказывает влияние на их развитие, включает корпоративное законодательство, законодательство об иностранных инвестициях, о рынке ценных бумаг, о банковской деятельности, о коллективном инвестировании, бюджетное законодательство, налоговое и уголовное.

Разные получатели инвестиций (государственные и частные предприятия), формы собственности инвесторов (государственные и частные **инвестиции**), происхождение инвестиций (национальные и иностранные инвесторы), способы взаимодействия инвесторов и реципиентов инвестиций (на кредитной основе или путем вклада в уставный капитал) – все это исключает возможность создания режима инвестиций в рамках и средствами какой-либо одной отрасли законодательства.

5. *Кадровое обеспечение реализации инвестиционной стратегии.* Требуется подготовка квалифицированных специалистов по инвестиционному праву, профессиональных специалистов по инвестиционному бизнесу. Отсутствие таких кадров сдерживает формирование инвестиционного бизнеса и снижает его эффективность.

6. *Информационное обеспечение реализации инвестиционной стратегии.* Успех инвестиционного бизнеса в значительной степени зависит от полноты, надежности и своевременности информации о проектах и субъектах инвестиционной деятельности. Информационное обеспечение включает: экспертизу и отбор инвестиционных пред-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 43 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ложений; формирование специализированной базы данных и сайтов в Интернете об инвестиционных проектах и программах; проведение в Республике Беларусь и за рубежом инвестиционных конференций, торгов, выставок проектов; использование средств массовой информации.

### 3.4 Критерии формирования и принятия инвестиционных решений

Выход из кризиса, переход к оживлению и подъему экономики, повышение ее конкурентоспособности невозможны без инвестиционной активности, потока базисных и улучшающих инноваций. Для этого важно сформировать систему региональных и муниципальных инвестиционных программ, а также программ крупных хозяйственных единиц на основе оценки и отбора наиболее эффективных проектов.

Важным исходным этапом инвестиционного процесса, от которого зависит эффективность всех последующих этапов, являются оценка и отбор инвестиционных проектов и формирование на их основе инвестиционных и инновационных программ. При этом нужно руководствоваться определенными критериями. Они могут быть неодинаковыми на разных фазах инвестиционного цикла, при различных условиях принятия решения. Рассмотрим четыре основных критерия.

*Конкурентоспособность продукции*, которая является конечным результатом реализации инвестиционного проекта. Необходимо определить: ниши на внутреннем и внешнем рынках, где продукция будет пользоваться достаточно длительным спросом (не менее срока окупаемости вложенных средств); потребительский спрос, который зависит от уровня новизны и конкурентоспособности этой продукции (особенно при насыщенном рынке); предполагаемый уровень цен, который выступает важным фактором формирования спроса. Если **инвестиции** направлены на освоение эффективной технологии изготовления уже имеющихся на рынке товаров (услуг), то конкурентоспособность определяется более низкими издержками производства и цен либо улучшением качественных параметров. Если для улучшения используемой



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 44 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

технологии, частичной модернизации или расширения выпуска уже производимой продукции, известной потребителю и занимающей освоенную нишу, требуются сравнительно небольшие **инвестиции**, то спрос известен и в достаточной степени гарантирован. Если **инвестиции** вкладываются в освоение принципиально новой продукции или технологии, когда нет данных ни об уровне издержек, ни об объеме будущего спроса, рынок фактически формируется заново и инвестиционный риск в этом случае намного выше, но и выигрыш несравненно больше, а конкурентные преимущества значительно устойчивее.

*Эффективность проекта*, масса прибыли, рентабельность и срок окупаемости инвестиций – имеют решающее значение при формировании инвестиционных программ, особенно для частных инвесторов, основной целью которых является получение прибыли. При использовании этого критерия отбора проектов следует учитывать несколько факторов.

Во-первых, наиболее прибыльные сферы приложения капитала отличаются обычно повышенным риском и усиленной конкуренцией; инвесторов (особенно если это банки, инвестиционные или пенсионные фонды) интересуют надежность инвестиций, гарантированность их возврата и получения прибыли.

Во-вторых, среди инвесторов, кроме частных, бывают республиканские и региональные органы власти, муниципальные предприятия, пенсионные и благотворительные фонды, которые руководствуются не только прибыльностью, но и общественной значимостью проектов.

В-третьих, понятие эффективности неоднозначно, оно включает не только прямой экономический эффект (прибыль, рентабельность и срок окупаемости), но и другие виды эффектов (социальный, экологический и др.), которые по некоторым видам инвестиционной деятельности (образование, здравоохранение, культура, экология) могут иметь решающее значение. Необходимо также учитывать показатель бюджетной эффективности – сопоставление ассигнований из бюджета и поступлений в него в результате реализации проекта.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 45 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



*Надежность проекта*, реальная обеспеченность ресурсами: интеллектуальными (наличие лицензий, научной базы); трудовыми (необходимый уровень квалификации работников); основным капиталом (производственные мощности); материальными и природными ресурсами (сырье, материалы, топливо, энергия, земельный участок) необходимого объема и качества; реальность привлечения достаточного объема внутренних и внешних инвестиций для реализации проекта.

*Уровень риска* определяется благоприятной или неблагоприятной средой для реализации данного инвестиционного проекта или программы. Речь идет не только об общем инвестиционном климате в стране или регионе, уровне налогообложения, наличии налоговых и таможенных льгот для инвесторов и т. п., но и о таких трудно оцениваемых факторах, влияющих на степень инвестиционного риска, как уровень социально-политической напряженности и вероятность конфликтов, национальные и культурные особенности и др. Эти факторы могут учитываться при страховании проектов от коммерческих и некоммерческих рисков.

Перечисленные четыре основных критерия выбора приоритетов при рейтинговой оценке проектов нередко противоречат друг другу. **Инвестиционный проект** может отличаться, например, высокой конкурентоспособностью, эффективностью и в то же время низкой надежностью и высоким уровнем риска. Поэтому возникает необходимость свести полученные по четырем критериям показатели к интегральному показателю. Неоднородность критериев и трудность их однозначного количественного выражения обуславливают использование рейтинговой (балльной) оценки при ранжировании инвестиционных проектов. Ее можно представить следующим образом: дается балльная оценка по каждому критерию (исключая проекты с нулевой оценкой по одному из критериев), получают интегрированную оценку и ранжируют проекты по ее количественной величине. В зависимости от объема инвестиционных ресурсов в итоге формируются пакет базовых проектов (с учетом возможностей выделения на данную программу общей суммы инвестиций) и резервный пакет, который может быть частично использован при изменении ситуации, увеличении инвестиционных



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 46 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ресурсов. Такой подход позволяет более обоснованно формировать инвестиционные программы на региональном, отраслевом или муниципальном уровнях.



*кафедра  
экономики и  
управления*

*Начало*

*Содержание*



*Страница 47 из 268*

*Назад*

*На весь экран*

*Закреть*

## Тема 4. ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

### 4.1 Понятие, источники, формы и методы финансирования инвестиционной деятельности

Важнейшая проблема инвестиционной деятельности – изыскание источников финансирования, которые, в отличие от плановой экономики, в условиях рынка весьма разнообразны.

Современное государство не должно ограничиваться ролью пассивного наблюдателя и арбитража в инвестиционном процессе. Одним из важнейших условий экономического роста экономики Республики Беларусь становится не только активное вовлечение государственных финансовых ресурсов в экономику страны, но и создание условий для их максимальной отдачи. Кроме того, механизмы реализации государственной инвестиционной политики должны быть направлены на привлечение инвестиций частного сектора, которые должны стать основным источником модернизации белорусской экономики. Важным источником финансирования инвестиций в развитие экономики Республики Беларусь должны быть внутренние инвестиционные ресурсы: сбережения населения и собственные средства предприятий. Для их эффективного использования необходимо развитие финансовой инфраструктуры: банковской системы, фондового рынка, рынка страховых услуг.

В целом, на макроуровне все источники финансирования принято подразделять на централизованные (бюджетные) и децентрализованные (внебюджетные). Государственные **инвестиции** финансируются за счет бюджетных средств, т. е. инвестором является государство, а источником инвестиций – часть доходов государственного (регионального) бюджета (*централизованные источники*). Внебюджетные (*децентрализованные*) источники инвестиций включают в себя собственные средства предприятий, заемные и привлеченные средства. Система финансирования инвестиционного процесса представляет собой органическое единство источников, методов



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 48 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



и форм финансирования инвестиционной деятельности, и их взаимосвязи.

Под *методами финансирования* понимаются механизмы привлечения инвестиционных ресурсов с целью финансирования инвестиционного процесса, под *формой финансирования* – внешние проявления сущности используемого метода финансирования. В отечественной практике инвестирования наибольшее распространение получили такие методы, как самофинансирование, заемное (кредитное), государственное и смешанное финансирование.

*Методы финансирования реальных инвестиций:*

- самофинансирование;
- акционерное финансирование;
- заемное финансирование;
- бюджетное финансирование;
- смешанное финансирование;
- лизинг;
- проектное финансирование.

*Формы финансирования реальных инвестиций:*

- формы акционерного финансирования (эмиссия обыкновенных и привилегированных акций);
- формы заемного финансирования (долгосрочные кредиты, включая ипотечные, облигационные займы, заемные средства населения)
- формы государственного финансирования (прямые бюджетные ассигнования, государственные целевые программы, высокоэффективные инвестиционные проекты);
- формы лизинга (финансовый, оперативный);
- формы проектного финансирования: внутренние и внешние (заемное, доленое, смешанное).



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 49 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

## 4.2 Самофинансирование

Самыми надежными являются *собственные (внутренние) источники предприятия*, используемые для финансирования инвестиций. К ним относятся: чистая прибыль, амортизационные отчисления и внутрихозяйственные резервы. В идеале, каждой коммерческой организации необходимо стремиться к самофинансированию, поскольку не возникает проблемы источника инвестиций, снижается риск банкротства.

*Чистая прибыль* – это собственный источник финансирования инвестиций. Основной целью предприятия в условиях рынка является получение максимальной прибыли – основного финансового результата деятельности предприятия. В современных условиях предприятия самостоятельно распределяют чистую прибыль, оставшуюся в их распоряжении. Поэтому возникает вопрос, как рационально распределить эту прибыль. Ее можно направить на развитие производства или на объекты непромышленного назначения, на выплату дивидендов (если это акционерное общество) или на благотворительные цели. Во многих случаях при распределении прибыли учитывается дальнейшее развитие производства, что, в конечном счете, приводит к увеличению последующей массы прибыли, а следовательно, и к решению социальных задач коллектива предприятия.

Как показывает мировой и белорусский опыт, большая часть инвестиций осуществляется за счет собственных средств предприятий, поэтому необходимо максимально стимулировать именно расходование прибыли на **инвестиции**, а не на потребление. Конечно, нельзя не принимать во внимание заемные, привлеченные и бюджетные средства как возможный источник инвестирования, однако сегодня они не являются определяющими, носят важный, но вспомогательный и дополнительный характер.

*Амортизационные отчисления* также являются важнейшим собственным источником финансирования инвестиций. В развитых странах амортизационные отчисления до 70-80 % покрывают потребности предприятий в инвестициях. С переходом экономики нашей страны на рыночные отношения значимость амортизационных от-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 50 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

числений как источника финансирования также повысилась: при любом финансовом положении предприятия этот источник существует и всегда остается в распоряжении предприятия.

Способность к самофинансированию, а значит и размер амортизационных отчислений на предприятии, зависят от следующих факторов:

- среднегодовой стоимости основных средств (ОС), находящихся в распоряжении предприятия;
- переоценки ОС;
- способа начисления амортизационных отчислений;
- ускорения НТП.

Величина амортизационных отчислений зависит от способа их начисления, а именно: линейного; способа уменьшения остатка; списания стоимости по сумме лет полезного использования актива; списания стоимости пропорционально объему продукции (работ). Применение одного из способов производится в течение всего срока полезного использования. При этом начисление амортизации не останавливается в течение всего периода, кроме случаев нахождения объектов на реконструкции и модернизации по решению руководства предприятия и перевода на консервацию на срок более трех месяцев.

Сегодня во многих странах мира, в том числе и в Республике Беларусь, используется политика *ускоренной амортизации*. Она позволяет в более короткий срок накопить достаточные амортизационные отчисления и затем использовать их для реконструкции и технического перевооружения производства, т. е. у предприятия появляются большие инвестиционные возможности. Другим положительным моментом является то, что себестоимость продукции в первые годы эксплуатации актива увеличивается на величину дополнительной амортизации, а прибыль уменьшается на эту величину, следовательно, предприятие заплатит меньше налога на прибыль.

Амортизационные отчисления должны использоваться на финансирование реальных инвестиций, которые на многих предприятиях идут на цели, не свойственные



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 51 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



их назначению (например, на пополнение оборотных средств). В период экономического спада, когда стране необходим стабильный и высокий уровень экономического роста, государственная амортизационная политики должна стимулировать процесс обновления основного капитала, особенно в части высокотехнологического оборудования, которое подвержено высокому моральному износу.

Самофинансирование как метод инвестирования является самым надежным способом, хотя в случае ограниченности собственных инвестиционных ресурсов может использоваться лишь для реализации небольших проектов.

Применение данных способов производится в течение срока полезного использования (СПИ) объекта амортизации, а в случае экономической необходимости, по истечении календарного года, может быть осуществлен переход на другой способ (если это не противоречит законодательству).

### 4.3 Государственное (бюджетное) финансирование

Государственное инвестирование осуществляется в процессе выполнения государством своих функций: экономической, оборонной, правоохранительной, экологической, социальной. Посредством таких вложений государство может реально влиять на структурную перестройку экономики, обеспечивая повышение эффективности народнохозяйственного комплекса, ликвидацию имеющихся диспропорций в развитии отдельных отраслей и регионов, сохранение единого экономического пространства.

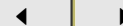
Государство за счет бюджетных средств финансирует, а значит, и инвестирует наиболее значимые отрасли народного хозяйства, которые по разным причинам не могут развиваться без его поддержки. При этом государственные средства могут быть как единственным источником финансирования, так и вспомогательным. Получателями государственных инвестиций могут быть предприятия, находящиеся в государственной собственности, а также юридические лица, участвующие в реали-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 52 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

зации государственных программ и проектов.

Доля государственного финансирования определяется моделью развития национальной экономики. В условиях плановой экономики государственные капитальные вложения являлись основной и подавляющей (до 90

Отличительной особенностью нового подхода государства к финансированию инвестиционной деятельности стал переход на иные принципы выделения бюджетных средств, которые условно можно обозначить в виде двух потоков:

- первый – прямые ассигнования из бюджета на *безвозвратной и безвозмездной* основе для финансирования строек и объектов, предназначенных для государственных нужд;
- второй – размещение бюджетных средств для финансирования проектов и программ на условиях *возвратности и возмездности* в форме бюджетных кредитов и государственных гарантий.

Особенностью бюджетных ассигнований является целевое выделение средств исходя из социальных приоритетов и значимости объектов для национальной экономики. Кроме того, средства государственного бюджета на безвозвратной основе направляются на реализацию конверсионных, оборонных, экологических и других подобных объектов, не рассчитанных на коммерческую отдачу или ее быстрое получение. Безвозвратное финансирование, как правило, проводится с целью развития принципиально новых направлений производственной деятельности, например таких, которые способны дать импульс развитию сопряженных отраслей.

Возвратное финансирование чаще всего ориентировано на коммерческий эффект от осуществляемого инвестиционного проекта и, как правило, дополняется системой льгот, например налоговых, кредитных, носящих временный характер.

**Прямые бюджетные ассигнования** на капитальные вложения осуществляются в соответствии с Перечнем строек и объектов производственного и непромышленного назначения, который ежегодно формируется Министерством экономики Республики Беларусь и оформляется в виде государственной инвестиционной про-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 53 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

граммы в составе государственного бюджета.

Таблица 4.1 – Основные формы государственного финансирования

Форма финансирования	Вид бюджетных ресурсов	Признак
Государственная адресная инвестиционная программа	Бюджетные ассигнования	Целевой характер Приоритетность Безвозмездность Безвозмездность Безвозвратность Адресность
Государственные целевые программы	Бюджетные средства Бюджетные <b>инвестиции</b>	Целевой характер Приоритетность Безвозмездность Безвозмездность Безвозвратность Адресность Конкурсность (тендеры)
Высокоэффективные инвестиционные проекты В рамках государственных внешних заимствований (закупка оборудования, товаров и услуг для инвестиционных проектов)	Бюджетные <b>инвестиции</b> (бюджетные кредиты или государственные гарантии) Бюджетные ссуды	Целевой характер Платность Срочность Возвратность. Залог Конкурсность Банковские гарантии Платность Срочность Возвратность. Залог Банковские гарантии Поручительства субъектов хозяйствования



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 54 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



Финансирование объектов осуществляется в соответствии с адресным распределением государственных капитальных вложений, очередностью финансирования, определяемой государственным заказчиком, объемами фактически выполненных работ и с учетом выполнения обязательств других инвесторов (если предусмотрено долевое их участие). Распределение заказов на объекты для государственных нужд, финансируемых за счет средств бюджетов разных уровней, осуществляется с использованием *механизма торгов*, которые должны проводиться на конкурсной основе. Этот механизм позволяет определить наиболее надежных из потенциальных инвесторов, а затем выбрать приемлемых подрядчиков. Проведение подрядных торгов обязательно только в случаях, когда осваиваются государственные **инвестиции**. Основные составляющие общих подходов инвестирования:

- а) выделение особого объекта инвестирования – инвестиционного проекта;
- б) конкурсный отбор инвестиционных проектов для финансирования с учетом экономической эффективности и приоритетности программ;
- в) предоставление средств на возвратной и, как правило, возмездной основе;
- в) долевое участие государства в финансировании инвестиционных проектов;
- г) создание специализированных структур для организации государственного финансирования.

Переход к оказанию государственной поддержки частных инвесторов на конкурсной основе в виде бюджетных инвестиций (вместо целевого распределения бюджетных средств) характерен для финансовой поддержки высокоэффективных инвестиционных проектов; финансирования в рамках государственных целевых программ; финансирования проектов в рамках государственных внешних заимствований.

Государственная поддержка реализации прошедших конкурсный отбор *высокоэффективных инвестиционных проектов* может осуществляться путем предоставления:

- государственных инвестиционных ресурсов на условиях закрепления в государственной собственности части акций создаваемых акционерных обществ;



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 55 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- средств государственного бюджета, выделяемых на возвратной основе на срок не более 24 месяцев;
- государственных гарантий по возмещению части вложенных инвестором финансовых ресурсов в случае срыва выполнения инвестиционного проекта не по вине инвестора (в пределах средств, предусмотренных на эти цели в бюджете на очередной год).

Предоставляемые на конкурс инвестиционные проекты классифицируются по категориям, соответственно которым определяется величина господдержки за счет средств бюджета (не более 50 % от стоимости проекта). Размер поддержки в виде государственных гарантий (также в зависимости от категории проекта) не может превышать 60 % заемных средств, необходимых для его осуществления. В этом случае государство делит риск невозврата инвестиционного кредита с банком, давшим кредит на **инвестиционный проект**.

*Государственные целевые программы* (ГЦП) являются эффективным инструментом реализации инвестиционной политики государства, их финансирование из бюджета может осуществляться через инвестиционные проекты. Утвержденные целевые программы могут реализовываться за счет: средств бюджетов разных уровней, предоставляемых как на безвозвратной, так и возвратной основах; внебюджетных источников; средств иностранных инвесторов, привлекаемых на основе долевого участия реализации ГЦП.

В рамках *государственных внешних заимствований* (привлекаемые из иностранных источников кредиты и займы) используются бюджетные ссуды на закупку по импорту оборудования, других товаров и услуг для реализации инвестиционных проектов. Они предоставляются на срочной и платной основах под гарантии банков и поручительства органов власти Республики Беларусь.

При использовании бюджетных средств обязательной считается оценка эффективности любого инвестиционного проекта или программы, выполняемая по системе различных критериев и показателей эффективности, отражающей интересы каж-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 56 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

дого участника. Для государства в качестве критерия выступают такие макроэкономические показатели, как прирост валового и чистого национального продукта; для предприятия – прирост прибыли. Мотивами для бюджетного финансирования инвестиционного проекта или программы, реализация которых не обеспечивает отмеченных выше макроэкономических показателей (т. е. когда государство не имеет прямой экономической заинтересованности в их осуществлении), могут выступать политические, оборонные, социальные, экологические и другие цели, которые при этом достигаются.

В последние годы получила распространение государственная поддержка (возмездная и возвратная) инвестиционной деятельности путем *бюджетного кредитования* юридических лиц. Способами обеспечения исполнения обязательств по возврату бюджетного кредита могут быть только банковские гарантии, поручительства, залог имущества, в том числе в виде акций, иных ценных бумаг, в размере не менее 100 % предоставляемого кредита. Обязательным условием предоставления бюджетного кредита является предварительная проверка финансового состояния получателя кредита.

#### 4.4 Заемное (кредитное) финансирование

Кредитное финансирование может выступать в формах кредита (включая ипотечный), облигационного займа, привлеченных средств населения.

Одним из важнейших ресурсов, мобилизуемых на финансовом рынке, является *банковский кредит*. Основная цель финансовых рынков – транспортировать сбережения в производственные **инвестиции**. Без финансовых рынков предприятия должны были бы полностью находиться на самофинансировании, что резко бы ограничило возможности их развития.

При банковском кредите немаловажное значение для заемщика имеет уровень учетного процента, который определяется спросом и предложением на ссудный ка-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 57 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть



питал, величиной процента по депозитам, уровнем инфляции в стране, ожиданиями инвесторов относительно перспектив развития экономики. Проценты, взимаемые банками, дифференцируются в зависимости от сроков и размеров предоставленных кредитов, их обеспеченности, формы кредитования, степени кредитного риска.

Кредиты по срокам кредитования делятся на *краткосрочные* (до 1 года), *среднесрочные* (от 1 до 5 лет) и *долгосрочные* (более 5 лет). Долгосрочный кредит на реализацию инвестиционного проекта обычно называют *инвестиционным*. Необходимость в долгосрочном кредите вытекает из несоответствия имеющихся у предприятий средств и потребностей в них для расширенного воспроизводства. Как форма целевого проектного финансирования, инвестиционный кредит, оформляемый кредитным соглашением между заемщиком и банком, характеризуется следующими особенностями:

- он является долгосрочным, его срок сопоставим со сроком окупаемости проекта;
- для его получения необходимо представить в банк проработанный бизнес-план инвестиционного проекта, а также адекватное имущественное обеспечение;
- заемщик предоставляет свидетельства о его благополучном финансовом состоянии, позволяющем расплачиваться за кредит;
- в кредитном соглашении предусматривается надежный механизм контроля кредитора за целевым расходованием выданных средств.

Долгосрочный кредит не получил широкого распространения в белорусской экономике. В условиях нестабильной экономики, в кризисных ситуациях коммерческие банки и финансовые компании неохотно идут на предоставление долгосрочных кредитов, опасаясь, что они не будут возвращены. Основное условие надежного возврата инвестиционного кредита – это превышение прибыли, получаемой предприятием в результате его инвестирования, над кредитным банковским процентом.

Необходимым условием промышленного роста и экономического развития страны является повышение роли кредитных ресурсов в инвестиционном процессе и



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 58 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

увеличение их доли в структуре источников инвестиций. С помощью банковской системы возможно аккумулярование значительных свободных финансовых ресурсов, которые пока задействованы в основном в торгово-закупочных операциях, но могут и должны работать на развитие реального сектора белорусской экономики.

В современных условиях *ипотечное кредитование* в Республике Беларусь находится на пути становления, в то время как для развитых стран характерен высокий уровень его развития и оно является важнейшим элементом рыночной экономики в области инвестиционной деятельности. Ипотечный кредит:

- это кредит, обязательства по возвращению которого обеспечены залогом недвижимого имущества (ипотекой). Самые крупные направления кредитования под недвижимость;
- ссуды на покупку и строительство жилья, на освоение земельных участков, под нежилые строения коммерческого и промышленного назначения.

Ипотечное кредитование как источник инвестиций имеет ряд *положительных особенностей* по сравнению с банковским кредитом. Во-первых, развитие ипотечного бизнеса позитивно сказывается на развитии реального сектора экономики, ведет к приостановке спада производства, развитию рынка жилья. Во-вторых, ипотечные кредиты предоставляются на длительный срок – 10-30 лет, что обеспечивает длительные вложения. В-третьих, имеется возможность получения дополнительных средств путем вторичного залога уже заложенного имущества. В-четвертых, ипотечное кредитование является низко рискованной банковской операцией, так как большая часть рисков перекладывается на плечи заемщика и инвестора. В-пятых, высокая ценность недвижимости как объекта залога, цена которого имеет тенденцию к повышению, обеспечивает инвестору стабильный доход.

Рефинансирование ипотечных кредитов, предполагается проводить с помощью выпуска ипотечных ценных бумаг. В настоящее время выделяют два вида ипотечных ценных бумаг: а) ипотечные облигации – это долговые ценные бумаги эмитента, рефинансируемые с помощью обязательств по одному или нескольким ипотечным



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 59 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

кредитам; б) ипотечные сертификаты участия – ценные бумаги, предоставляющие их держателю право на получение доли финансовых поступлений от пула секьюритизированных ипотечных активов (секьюритизация означает выпуск ценных бумаг, обеспеченных пакетом (пулом) ипотечных кредитов).

Одним из альтернативных методов финансирования инвестиций, по отношению к традиционному банковскому кредитованию, является выпуск *облигационных займов*. В отличие от банковского кредита погашение основного долга по облигационному займу происходит, как правило, в день окончания срока обращения займа, что делает возможным полное обслуживание долга за счет прибыли от реализации самого инвестиционного проекта. Оформление долга в форме облигационного займа позволяет заемщику претендовать на меньшую стоимость заимствования и в конечном итоге определяет возможность развития данного метода финансирования.

Основные *преимущества облигационного заимствования*, с точки зрения кредитора, состоят в возможности:

- формирования эффективных портфелей с различной протяженностью и соотношением «риска-дохода» (с учетом большого разнообразия обращающихся на рынке облигаций по эмитентам, срокам обращения и дополнительным условиям, их высокой ликвидности);
- оперативного управления инвестиционными портфелями через операции на вторичном рынке в соответствии с требованиями инвестора и меняющейся конъюнктурой рынка.

#### 4.5 Акционерное финансирование

Выпуск ценных бумаг – это важнейший механизм привлечения капитала, значительная часть которого может быть использована для инвестирования. Значимость такого инструмента, реализуемого через фондовый рынок, состоит в том, что обеспечивается переход капитала из денежной формы в производительную путем ак-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 60 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



кумуляции денежных средств юридических, физических лиц и государства, с последующим направлением их на производственные и социальные вложения. Эта форма инвестирования, важная для всех структур, функционирующих в рыночных условиях, способствует развитию реального сектора экономики.

Акционерное финансирование обычно является альтернативой кредитному финансированию. Использовать его могут только акционерные общества, как правило, для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов. Привлечение инвестиционных ресурсов в рамках данного метода осуществляется посредством дополнительной эмиссии обыкновенных акций.

К *достоинствам* акционерного финансирования при эмиссии обыкновенных акций следует отнести: низкую цену привлекаемых средств, правда при больших объемах эмиссии; неограниченность по срокам привлеченных инвестиционных ресурсов; безусловный характер выплат за пользование привлеченными ресурсами (выплаты зависят от финансовых результатов деятельности АО). В то же время эмиссия привилегированных акций имеет ограничения, связанные с необходимостью обязательно выплачивать держателям акций фиксированный процент (дивиденд), не зависящий от финансовых результатов общества.

Новая эмиссия акций может быть расценена инвесторами *отрицательно*, во-первых, из-за размывания долей участия прежних акционеров, во-вторых, из-за снижения доходов (дивидендов) акционеров, что скажется на рыночном курсе акций.

В каждом конкретном случае предприятие определяет наиболее приемлемый вариант финансирования того или иного мероприятия. В различных случаях предпочтение может отдаваться тому виду ценных бумаг, который по своим свойствам наилучшим образом соответствует интересам собственника и учитывает имеющиеся у него возможности.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 61 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

## 4.6 Лизинг, факторинг

*Лизинг* представляет собой вид предпринимательской деятельности, направленный на инвестирование временно свободных или привлеченных финансовых средств в специально приобретаемое движимое и недвижимое имущество и передаваемое по договору лизинга физическим и юридическим лицам на определенный срок для использования в предпринимательских целях. Лизинговая деятельность регламентирована Положением о лизинге утв. Постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 4 июня 2010 г. №865.

Лизинг можно рассматривать как особую форму, имеющую признаки и производственного инвестирования, и кредита. Двойственная природа лизинга заключается в том, что, с одной стороны, он является своеобразной инвестицией капитала, поскольку предполагает вложение средств в материальное имущество с целью получения дохода, а с другой стороны, сохраняет черты кредита (предоставляется на началах платности, срочности, возвратности). Вместе с тем лизинг отличается от традиционного кредитования.

*Преимущества* лизинга перед кредитованием состоят в более широком комплексе предоставляемых услуг. Этот комплекс, в частности, включает: организацию и кредитование транспортировки, монтаж, техническое обслуживание и страхование объектов лизинга, обеспечение запасными частями, консультационные, координирующие и информационные услуги. Кроме того, как альтернативная форма кредитования, лизинг усиливает конкуренцию между банками и лизинговыми компаниями, что стимулирует снижение ставки ссудного процента и приток капиталов в реальный сектор.

В наиболее общем виде *суть лизинговой сделки* состоит в том, что лизингополучатель, у которого нет свободных финансовых средств, обращается в лизинговую компанию с предложением о заключении лизинговой сделки. Согласно лизинговой сделке, лизингополучатель выбирает продавца, располагающего требуемым имуществом, лизингодатель приобретает требуемое имущество в собственность и передает



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 62 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

лизингополучателю во временное владение и пользование за оговоренную в договоре плату. Лизинговые платежи, уплачиваемые арендатором, учитываются у него в себестоимости (до образования облагаемой налогом прибыли); в свою очередь, учет и амортизация лизингового имущества производятся на балансе лизингодателя. По окончании срока лизингового договора, в зависимости от условий, лизингополучатель может купить объект сделки по остаточной стоимости; заключить новый договор; вернуть объект сделки лизинговой компании.

Выделяются два вида лизинга: оперативный (операционный) и финансовый. В основе их различия лежит такой критерий, как окупаемость имущества. В этом плане оперативный лизинг представляет собой лизинг с неполной окупаемостью, а финансовый лизинг – лизинг с полной окупаемостью. При *оперативном* лизинге имеет место сдача имущества в аренду, как правило, на меньший срок, чем срок амортизации, и объектом такого лизинга является оборудование с высокими темпами морального старения. При этом виде лизинга расходы лизингодателя не покрываются в течение одного лизингового контракта, риск потерь от порчи и утери имущества лежит на лизингодателе.

При *финансовом* лизинге в течение периода действия контракта лизинговые платежи покрывают полную стоимость амортизации оборудования или большую ее часть, дополнительные издержки и прибыль лизингодателя. Финансовый лизинг требует больших капитальных затрат и осуществляется в сотрудничестве с банками.

В условиях нехватки собственных финансовых ресурсов лизинг является одним из основных финансовых инструментов, позволяющих осуществлять крупномасштабные капитальные вложения в модернизацию производства.

*Факторинг* – разновидность торгово-комиссионной операции, сочетающейся с кредитованием оборотного капитала клиента и связанной в любой своей форме с переуступкой факторинговой компании (банку) неоплаченных платежных требований (счетов-фактур), возникающих между хозорганами в процессе реализации товаров



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 63 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



и услуг (инкассированием дебиторской задолженности).

*Целью факторингового обслуживания является:*

1. своевременное инкассирование долгов для минимизации потерь от просрочки платежа и предотвращения появления безнадежных долгов;
2. предоставления (по желанию поставщика) кредита в форме предварительной оплаты;
3. помощь предприятиям в управлении кредитом и ведении бухгалтерского учета;
4. создание условий для воспроизводственной деятельности хозяйственных субъектов и, соответственно, помощь в увеличении их оборота и прибыли. Факторинговый кредит считается высокооплачиваемым (имеет высокий процент за кредит). Однако, несмотря на высокий процент, предприятия идут на заключение факторинговых договоров вследствие того, что, во-первых, это позволяет ускорить оборачиваемость оборотных средств, во-вторых, появляется возможность получить дополнительную прибыль, которая покрывает затраты на оплату факторинга.

Факторинговая компания (банк) становится собственником неоплачиваемых требований и берет на себя риск их неоплаты, хотя кредитоспособность должников предварительно проверяется. В соответствии с договором факторинговая компания обязуется оплатить сумму переуступленных ею платежных требований вне зависимости от того, оплатили ли свои контрагенты поставщика, при условии, что последние были ею одобрены. Вследствие этого поставщик знает точную дату оплаты своих платежей. Благодаря факторингу достигается ускорение оборачиваемости средств и расчетов. В финансовом отношении авансирование факторинговой компанией поставщика не создает для него нового пассива и, следовательно, не уменьшает его кредитоспособности.

Как показывает практика, применение факторингового обслуживания наиболее эффективно для малых и средних предприятий, имеющих перспективы увеличения объемов производства и сталкивающихся с проблемой временной нехватки денеж-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 64 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

ных средств из-за несвоевременного погашения долгов дебиторами, а также недостаточного уровня прибыли, чрезмерных товарных запасов и трудностей, связанных с производственным процессом. Однако целью факторингового обслуживания является немедленное получение или получение на определенную в договоре средств сумму вне зависимости от того, платежеспособен плательщик или нет (при условии, что он был одобрен факторинговым отделом или компанией). В противном случае теряется различие между факторингом и страхованием кредитов.

Факторинговое обслуживание предполагает не только кредитование поставщика, но и наблюдение и контроль за его финансовым состоянием, а также платежеспособностью его покупателей. Перед заключением договора факторинговый отдел анализирует:

1. бухгалтерские отчеты и балансы;
2. финансовые показатели деятельности предприятия;
3. платежеспособность должников;
4. кредитоспособность самого поставщика и качество тех платежных требований, которые он будет переуступать.

При проведении анализа учитывается также вид, качество, конкурентоспособность поставляемой продукции, количество рекламаций и случаев ее возврата. Для получения соответствующей информации отдел может заключать договора с отделениями банков, аудиторскими и посредническо-консультационными организациями.

После проверки кредитоспособности поставщика и плательщиков факторинговый отдел определяет предельную сумму по операциям факторинга, в рамках которой поставки товаров или оказание услуг могут производиться без риска неплатежа. Договор определяет, каким образом устанавливается предельная сумма по операциям факторинга, а также те обстоятельства, при наступлении которых факторинговый отдел должен осуществить платежи в пользу поставщика. В мировой практике обычно используется три метода установления предельных сумм:

1. *Определение лимитов кредитования.* Каждому плательщику устанавливается



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 65 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

периодический возобновляемый лимит кредитования, причем факторинговый отдел несет ответственность лишь в его пределах. Если сумма задолженности плательщика превысит сумму лимита, то согласно положениям факторингового договора, в случае его неплатежеспособности все платежи в счет погашения долга будут в первую очередь поступать факторинговому отделу до тех пор: пока он не компенсирует сумму платежей, осуществленных в пользу поставщика, и только затем – поставщику.

2. *Определение ежемесячных лимитов отгрузки.* В данном случае устанавливается сумма, на которую в течение месяца может быть произведена отгрузка одному плательщику. При условии, что поставщик не превысил лимит, и в отсутствие уведомления от факторингового отдела о противном, поставщик застрахован от риска появления безнадежных долгов. Иногда лимит устанавливается не по месяцам, а по неделям.

3. *Страхование по отдельным сделкам.* Данный метод используется в том случае, если специфика производственной деятельности поставщика предполагает ряд отдельных сделок на крупные суммы, а не серию поставок одним и тем же клиентам. Предельная сумма представляет собой всю сумму каждого заказа, с поставкой товаров в течение определенного периода времени.

В различных ситуациях могут использоваться различные комбинации данных методов.

Взаимоотношения факторингового отдела и поставщика по осуществлению факторинговых операций регулируются договором. В нем оговаривается, что факторинг является открытым, то есть дебитор уведомлен об участии в сделке факторингового отдела. Существует также закрытый или конфиденциальный факторинг, когда дебиторы не ставятся в известность о наличии факторингового договора.

Договор также определяет, предусматривается ли право регресса к поставщику или нет. Данное условие связано с рисками, которые возникают при отказе плательщика от выполнения своих обязательств, то есть кредитными рисками. При заклю-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 66 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



чении договора с правом регресса поставщик несет кредитный риск по платежным требованиям, данным им факторинговому отделу. Однако договор с правом регресса в мировой практике заключается довольно редко – в случаях, когда возможность появления спорных моментов или наступления неплатежеспособности плательщиков сведена к минимуму.

При соглашении без права регресса факторинговый отдел полностью берет на себя риск неплатежа со стороны плательщиков, которые были им одобрены.

Существуют факторинговые договоры о полном обслуживании и предусматривающее то или иное сочетание элементов полного обслуживания.

Договор о полном, обслуживании заключается обычно при постоянных и достаточно длительных контактах между поставщиком и факторинговым отделом и предусматривает:

- а) 100-процентную защиту от появления безнадежных долгов, (при заключении договора без права регрессий);
- б) ведение учета и управление кредитом;
- в) обеспечение гарантированного притока денежных средств и, по желанию поставщика, предварительную оплату.

Факторинговый отдел к указанной дате или через оговоренный промежуток времени (по истечении определенного срока с даты покупки платежного требования) обязан оплатить поставщику определенную долю суммы платежных требований. Единственной обязанностью поставщика является учет сделок с факторинговым отделом. Отдел оплачивает поставщику сумму переуступленных требований (за минусом издержек) независимо от того, оплатили ли свои долги клиенты, но при условии, что покупатели были им одобрены.

При наличии права регресса факторинговый отдел имеет право вернуть поставщику платежные требования на любую сумму, не оплаченные в течение определенного срока. Если поставщик предлагает факторинговому отделу не переуступать долговые требования и продолжать обычную процедуру инкассирования либо про-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 67 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

сит факторинговый отдел предпринять законные действия для возмещения долга (в этом случае все расходы по арбитражу будет нести поставщик), то факторинговый отдел взимает плату за рефакторинг, аналогичную плате за факторинг. При этом гарантированный и своевременный приток денежных средств поставщику может обеспечиваться лишь при условии заключения договора без права регресса.

Выплата 100 % суммы долга в момент заключения факторинговой сделки допускается факторинговым отделом в исключительных случаях. В этом случае комиссионное вознаграждение отделу за совершение факторинговых операций поставщик перечисляет платежным поручением в сроки, обусловленные в договоре.

Существует ряд причин, по которым факторинговому отделу невыгодно оплачивать предварительно полную стоимость долговых обязательств. Прежде всего, это связано с возможностью возникновения спорных моментов и ошибок в счетах. Если поставщик прекращает свою деятельность или по какой-либо причине нарушает условия факторингового договора, то факторинговый отдел не имеет иного страхового покрытия предварительно оплаченных сумм, кроме самих платежных требований. Поэтому разница необходима для того, чтобы отдел мог при необходимости компенсировать предварительно оплаченные им суммы.

*Комиссионное вознаграждение факторингового отдела складывается из двух элементов:*

1) *платы за обслуживание* – за освобождение от необходимости вести учет, страхование от появления безнадежных долгов – она рассчитывается обычно как процент от суммы счета-фактуры. Ее размер может значительно варьироваться в зависимости от масштабов и структуры производственной деятельности поставщика качества его покупателей, а также от оценки факторинговым отделом трудности работы поиск, но в среднем, в соответствии с мировой практикой, она находится в пределах 0,5 – 3,0 % от стоимости переуступленных счетов. При наличии права регресса делается скидка на 0,2 – 0,5 %. Однако, как показала практика, целесообразно отказаться от жесткой регламентации ставок и определять размер данного элемента комисси-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 68 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

онного вознаграждения и форму его фиксации (в процентах от суммы платежных требований или путем указания абсолютной суммы) по каждому конкретному договору;

2) *платы за предоставленные в кредит средства при условии предварительной оплаты* – ее размер рассчитывается на каждый день за период между долгосрочным получением и датой инкассирования. Процент за кредит обычно на 2 – 3 % превышает процент, взимаемый банками при краткосрочном кредитовании клиентов с аналогичным оборотом и кредитоспособностью. Это связано с необходимостью компенсации дополнительных затрат и риска банка.

По мере накопления практического опыта осуществления факторинговых операций факторинговый отдел банка сможет предоставить своим клиентам более широкий набор услуг, в том числе полное бухгалтерское обслуживание клиента (с регулярным осуществлением по поручению клиента анализа его финансово-хозяйственной деятельности, выдачей рекомендаций по улучшению ведения бухгалтерского учета и т. д.), ведение кредитного контроля по сделкам поставщиков и проведение ревизий, юридическое обслуживание (ведение доверительных дел по поручению поставщика в суде, арбитража по штрафам, претензиям, искам, заявлениям), услуги по страхованию, информационному обеспечению, разработка стратегии сбыта, транспортному и рекламному обслуживанию, консультированию по различным финансовым вопросам, а также факторинговое обслуживание внешней торговли (характеризующейся повышенными кредитными рисками и значительными сроками кредитов).

Достоинством факторинга является то, что он предоставляет предприятию возможность сконцентрировать свое внимание на своих производственных функциях, ускоряет получение большей части своих платежей, гарантирует полное погашение задолженности и снижает расходы по ведению счетов. Поставщик избавляется от необходимости брать лишние кредиты в банке, а гарантия своевременного поступления платежей позволяет ему иметь устойчивое финансовое положение.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 69 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



## 4.7 Проектное финансирование

Под *проектным финансированием* понимается строго целевой характер использования выделяемых средств на нужды выполнения конкретного инвестиционного проекта (программы), причем, как правило, связанного с капитальными вложениями в реальные, а не финансовые активы.

Проектное финансирование может быть внутренним и внешним. *Внутреннее* финансирование обеспечивается из средств предприятия, выделяемых строго целевым назначением при обособлении специального бюджета на проектные цели. Во внешнем различают заемное, доленое и смешанное финансирование.

Основные формы *заемного проектного финансирования* (инвестиционный кредит, включая кредитные линии, облигационные займы, лизинг оборудования) были описаны ранее. Особенность именно проектного финансирования, базирующегося на отношениях заемщик-кредитор, связана с управлением и распределением рисков между участниками проекта, а также с определением регресса (требование о возмещении предоставленной в заем суммы). Исходя из этого различают *три формы финансирования*:

- с *полным регрессом на заемщика*: риски проекта в основном падают на заемщика, при этом цена займа невысока; используется для малоприбыльных и некоммерческих проектов;
- *без права регресса на заемщика* кредитор не имеет никаких гарантий от заемщика и принимает на себя все риски проекта, при этом стоимость займа высока для заемщика; используется для высокоприбыльных проектов, дающих конкурентоспособную продукцию;
- с *ограниченным правом регресса*: распределение всех рисков проекта между участниками, цена финансирования умеренная.

*Долевое проектное финансирование* инвестиционных проектов, особенно инновационных, осуществляется в двух формах:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 70 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- дополнительная эмиссия акций существующего в виде акционерного общества предприятия, объявляемая для нужд финансирования конкретного проекта;
- учреждение специально создаваемого предприятия с привлечением в него соучредителей, которые делают денежный либо имущественный вклад в уставный капитал этого предприятия.

Второй способ является наиболее популярным и может применяться как крупными многопрофильными фирмами, так и частными предпринимателями, привлекающими партнерский капитал.

Разновидностью проектного финансирования является *венчурное финансирование*: средства от внешнего инвестора привлекаются в уставный капитал специализированных предприятий, создаваемых для осуществления конкретных инвестиционных проектов. Суть венчурного финансирования можно свести к двум моментам:

- во-первых, это целенаправленное использование средств для проектов с высокой степенью риска или для новых проектов;
- во-вторых, это привлечение в уставный капитал специально создаваемых предприятий средств от таких инвесторов, которые изначально рассчитывают на продажу своей доли в данном предприятии, после того как ее стоимость в результате выполнения бизнес-плана успеет повыситься по сравнению с уплаченной за нее ранее ценой. При этом сам проект будет продолжаться, а основные прибыли получают те, кто приобретет у венчурного инвестора его долю.

#### 4.8 Смешанное финансирование и иностранные инвестиции

*Смешанное финансирование* предполагает одновременное использование не одного, а нескольких методов финансирования. Оно довольно широко применяется в хозяйственной практике (например, наряду с собственными средствами могут привлекаться долгосрочные кредиты или бюджетные ресурсы), при этом необходимо контролировать долю собственных источников финансирования инвестиционной де-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 71 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

тельности, чтобы не утратить финансовую независимость по отношению к внешним источникам.

Внешним привлеченным средством финансирования инвестиционной деятельности являются *иностранные инвестиции*. Сегодня они направляются в основном в сферу обслуживания, торговлю и на оказание посреднических услуг, в такие сферы, где с меньшими усилиями можно получить максимальную прибыль. В условиях дефицита инвестиций все отрасли нуждаются в дополнительных источниках финансирования, но ориентация иностранных инвесторов на финансовый сектор, топливные и сырьевые отрасли является тормозом в структурной перестройке белорусской экономики и не способствует экономическому росту. Государство должно управлять процессом привлечения иностранных инвестиций, которые будут способствовать процессу развитию отечественного производства.

В Республике Беларусь иностранные **инвестиции** могут осуществляться *путем*:

- создания совместных предприятий с долевым участием иностранного капитала или полностью принадлежащих иностранным инвесторам, их филиалов и представительств;
- приобретения в собственность имущественных комплексов, зданий, сооружений, долей участия в существующих предприятиях, акций, облигаций и других ценных бумаг;
- приобретения прав пользования землей и иными природными ресурсами, а также имущественных прав;
- предоставления займов, кредитов, имущества, имущественных прав и т. п.

Основными задачами политики привлечения иностранных инвестиций в белорусскую экономику должны стать: совершенствование нормативно-правовой базы для деятельности иностранных инвесторов с учетом стратегических интересов Республики Беларусь; развитие политики привлечения иностранных инвестиций в регионы; совершенствование отраслевой структуры их распределения; создание системы страхования иностранных инвестиций. Кроме того, весьма важным является формирова-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 72 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



ние благоприятного национального имиджа, информирование иностранных инвесторов об инвестиционных возможностях в отдельных секторах белорусской экономики на принципах де бюрократизации экономики, обеспечения гарантии прав собственности и равных условий конкуренции, либерализации валютного регулирования.



*кафедра  
экономики и  
управления*

*Начало*

*Содержание*



*Страница 73 из 268*

*Назад*

*На весь экран*

*Закреть*

## Тема 5. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

### 5.1 Формирование инвестиционной стратегии предприятия

Составной частью общей стратегии предприятия является его инвестиционная стратегия, которая заключается в выборе и реализации наиболее рациональных путей расширения и обновления производственного потенциала. Главное условие формирования успешной инвестиционной стратегии на предприятии является ориентация фирмы в первую очередь на решение долгосрочных задач, а не на получение сиюминутных результатов. Процесс формирования инвестиционной политики должен опираться на стратегию развития предприятия и иметь в итоге создание долгосрочных инвестиционных программ, охватывающих временной отрезок и направленных на наиболее эффективное его развитие. Этому процессу предшествуют определение целей и задач, анализ влияния факторов внешней и внутренней среды предприятия, согласно которым формируется стратегия развития фирмы. Поэтому формирование инвестиционной политики предприятия должно начинаться с процесса целеполагания, т. е. с четкой формулировки целей и задач.

Цели, которые может преследовать предприятие: производственно-технические – направляющие предприятие на выпуск определенного вида продукции заданного качества; хозяйственно-экономические – обусловленные требованиями эффективности производства (выпуск продукции с меньшими затратами); научно-технические – связанные с необходимостью интенсификации производства и ускорения научно-технического прогресса; социальные; экологические цели. В условиях рыночной экономики приоритетность тех или иных целей определяется предприятием самостоятельно. К вышеперечисленным пяти добавляются цели, направленные на достижение стабильности и ограничение риска.

Среди факторов внутренней среды предприятия обычно рассматриваются: финансовое состояние предприятия (устойчивое, неустойчивое, кризисное); технический уровень производства, наличие незавершенного строительства и установлен-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 74 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ного оборудования; возможность получения оборудования по лизингу; наличие собственных средств и возможности привлечения недорогих кредитов и займов; поддержки предприятия, в том числе на производство и сбыт продукции; цены на продукцию и выручку от продаж. Факторы внешней среды характеризуются конъюнктурой рынка капиталов; налоговым окружением (налоги и другие обязательные платежи, уплачиваемые инвестором); географическими границами рынка реализации продукции; уровнем конкуренции на рынке, динамикой потребительского спроса; состоянием рынка сбыта и позициями конкурентов; условиями страхования и получения гарантий от некоммерческих рисков.

Предприятию, прежде чем принимать инвестиционные решения, следует собрать и проанализировать необходимую информацию, спрогнозировать перспективы рыночной конъюнктуры по интересующим объектам, избрать собственную стратегию поведения на рынке инвестиционных товаров, регулярно осуществлять гибкую корректировку инвестиционной тактики и стратегии. При решении вопроса об инвестировании целесообразно определить, куда выгоднее вкладывать капитал (т. е. выбрать объект инвестирования): в производство, недвижимость, ценные бумаги, приобретение товаров для перепродажи или в валюту (что пока еще для нашей рыночной экономики представляет интерес). Выбор возможных вариантов вложений можно осуществлять на основе выработанной практикой единых подходов.

Во-первых, согласно «золотому правилу финансирования», капитальные вложения с длительными сроками окупаемости необходимо финансировать за счет долгосрочных заемных средств (долгосрочных банковских кредитов и облигационных займов с длительными сроками погашения).

Во-вторых, в соответствии с принципом сбалансированности рисков, за счет собственных средств (чистой прибыли и амортизационных отчислений) целесообразно финансировать **инвестиции**, носящие особо рискованный характер.

В-третьих, по правилу предельной рентабельности, рекомендуется выбирать такие капитальные вложения, которые обеспечивают инвестору достижение макси-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 75 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



мальной доходности.

В-четвертых, чистая прибыль от данного вложения капитала должна превышать ее величину от помещения денежных средств на банковский депозит.

В-пятых, рентабельность инвестиций всегда должна быть больше среднегодового темпа инфляции.

В-шестых, рентабельность конкретного инвестиционного проекта с учетом фактора времени всегда больше доходности альтернативных проектов. Рентабельность активов предприятия после реализации проекта увеличивается и в любом случае превышает среднюю ставку банковского процента.

В свою очередь, инвестиционная деятельность предприятия может обеспечивать решение следующих задач:

- увеличение и расширение сферы деятельности;
- недопущение чрезмерного морального и физического износа основных производственных фондов;
- сужение себестоимости производства и реализации продукции;
- повышение технического уровня производства на основе внедрения новой техники и технологий;
- улучшение качества и обеспечение конкурентоспособности продукции;
- повышение техники безопасности и осуществление природоохранных мероприятий;
- обеспечение конкурентоспособности предприятия;
- приобретение ценных бумаг и вложение средств в активы других предприятий;
- приобретение контрольного пакета акций и др.

Итак, *инвестиционная политика предприятия* – это система мероприятий по выгодному вложению и быстрой окупаемости инвестиций в целях обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия, высоких темпов развития в долгосрочной перспективе, повышения конкурентоспособности производства.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 76 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Важнейшими принципами разработки инвестиционной политики предприятия являются:

- нацеленность политики на достижение стратегических планов предприятия и его финансовой устойчивости;
- оптимизация структуры источников инвестиционных ресурсов;
- правильный выбор методов финансирования инвестиций;
- поиск и оценка инвестиционно-привлекательных реальных проектов и отбор наиболее эффективных из них;
- формирование оптимальной структуры инвестиционного портфеля.

Инвестиционная деятельность может осуществляться за счет разнообразных внутренних и внешних источников (табл. 5.1).

Таблица 5.1 – Источники инвестиционных ресурсов предприятия

Категории источников и статус ресурсов	Виды источников и ресурсов
1	2
<b>Внутренние</b> (входящие в состав собственного капитала)	Прибыль Специальные фонды, формируемые за счет прибыли Амортизационные отчисления Страховые возмещения Иные (неденежные) виды ресурсов: - земельные участки - основные фонды - промышленная собственность
<b>Привлеченные</b> (включаемые в состав собственного капитала)	Финансовые средства, привлекаемые за счет эмиссии и размещения акций: - путем открытого (публичного) размещения - путем закрытого (частного) размещения



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 77 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Продолжение таблицы 5.1

1	2
	<p>Средства, выделяемые вышестоящими холдинговыми и акционерными компаниями</p> <p>Гранты и благотворительные взносы</p> <p>Государственные субсидии:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- прямые</li> <li>- косвенные (в виде налоговых и иных льгот)</li> </ul>
<p><b>Заемные</b> (не включаемые в состав собственного капитала)</p>	<p>Банковские кредиты и займы</p> <p>Кредиты, займы, ссуды в денежной форме, предоставляемые небанковскими учреждениями</p> <p>Государственные кредиты и займы:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- прямые</li> <li>- в форме налогового инвестиционного кредита</li> </ul> <p>Коммерческие кредиты, предоставляемые подрядчиками, поставщиками машин, оборудования и других инвестиционных товаров</p> <p>Финансовые средства, привлекаемые за счет эмиссии размещения облигаций</p> <p>Машины, оборудование, иные неденежные виды ресурсов, привлекаемые на основе лизинга:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- операционный лизинг</li> <li>- финансовый лизинг</li> </ul>

В своей инвестиционной политике предприятие может выбирать различные ее виды: консервативная, компромиссная (умеренная) и агрессивная **инвестиционная политика**. **Консервативная инвестиционная политика** означает такой вариант инвестиционной деятельности предприятия, при котором приоритетной целью является минимизация уровня инвестиционного риска. При осуществлении такой политики инвестор не стремится ни к максимизации уровня текущей прибыльности инве-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 78 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



стиций, ни к максимизации темпов роста капитала. **Компромиссная** (умеренная) **инвестиционная политика** направлена на выбор таких объектов инвестирования, по которым уровни прибыльности и риска в наибольшей степени приближены к среднерыночным; напротив, при **агрессивной** политике избираются объекты инвестирования, у которых уровни прибыльности и риска значительно выше среднерыночных.

С целью привлечения и мобилизации финансовых ресурсов для реализации инвестиционных проектов предприятия осуществляют **эмиссионную политику**. Это система критериев и мер, разрабатываемых предприятием для обеспечения привлечения необходимого объема финансовых ресурсов, в том числе путем выпуска и размещения на первичном фондовом рынке собственных ценных бумаг: акций или облигаций. Различают следующие виды эмиссионной политики: консервативная, компромиссная (умеренная), агрессивная дивидендная политика. При **консервативной** дивидендной политике основной целью является первоочередное удовлетворение инвестиционных потребностей предприятия, а выплата дивидендов осуществляется в минимальном стабильном размере или по остаточному принципу. **Компромиссный** (умеренный) вариант дивидендной политики предусматривает стабильный уровень выплаты дивидендов с надбавкой в отдельные периоды; он в наибольшей степени увязан с результатами финансовой деятельности предприятия и уровнем удовлетворения его инвестиционных потребностей. Наоборот, при наименьшей увязке с результатами финансовой деятельности предприятия в **агрессивной** дивидендной политике предусматривается и агрессивная надбавка в отдельные периоды с целью рыночной фондовой «раскрутки» предприятия.

В развивающихся экономиках большая часть инвестиций относится к реальным. Хорошо развитый рынок портфельных инвестиций способствует притоку инвестиций в реальный сектор. Финансовая и реальная формы инвестиций являются взаимодополняющими. В белорусских экономических условиях инвестиционная деятельность в большей степени увязывается с инвестированием в реальную сферу и в меньшей – с финансовым рынком.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 79 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

## 5.2 Реальное инвестирование на предприятии

Выбор конкретных форм *реального инвестирования* предприятия определяется задачами отраслевой, товарной и региональной диверсификаций его деятельности (для расширения объема операционного дохода), возможностями внедрения новых ресурсо- и трудосберегающих технологий (для снижения уровня операционных затрат), а также потенциалом формирования инвестиционных ресурсов (капитала в денежной и иных формах, привлекаемого для осуществления вложений в объекты реального инвестирования).

*Реальные инвестиции* характеризуются рядом особенностей:

- являясь основной формой реализации экономической стратегии предприятия, представляют собой не что иное, как совокупность реализуемых во времени инвестиционных проектов, что позволяет предприятию успешно проникать на новые товарные и региональные рынки, обеспечивать постоянное возрастание своей рыночной стоимости;
- находятся в тесной взаимосвязи с операционной деятельностью предприятия, позволяя решать задачи увеличения объема производства и реализации продукции, расширения ассортимента производимых изделий и повышения их качества, снижения текущих операционных затрат;
- выступают одним из побудительных мотивов к предпринимательской деятельности, обеспечивая, как правило, более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями;
- обеспечивают предприятию устойчивый чистый денежный поток, формируемый за счет амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов;
- подвержены высокому уровню риска морального старения основных фондов, сопровождающего инвестиционную деятельность как в процессе реализации, так и на стадии постинвестиционной их эксплуатации;



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 80 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть

- имеют высокую степень противoinфляционной защиты, так как в условиях инфляционной экономики темпы роста цен на многие объекты реального инвестирования не только соответствуют, но во многих случаях даже обгоняют темпы роста инфляции;
- наименее ликвидны из-за их узкоцелевой направленности (по большинству форм реальных инвестиций), практически не имеют в незавершенном виде альтернативного хозяйственного применения.

Предприятия, осуществляя реальное инвестирование, используют его разнообразные формы, которые можно свести к трем основным направлениям инвестиционных операций (перечисленным ниже): капитальному инвестированию, или капитальным вложениям (первые шесть форм); инновационному инвестированию (седьмая форма); инвестированию прироста оборотных активов (восьмая форма).

1. *Приобретение целостных имущественных комплексов* характерно для крупных предприятий, обеспечивает отраслевую, товарную или региональную диверсификацию их деятельности. Результатом такой инвестиционной операции становится возрастание совокупной стоимости активов обоих предприятий (в сравнении с их балансовой стоимостью) за счет возможностей более эффективного использования их общего финансового потенциала, взаимодополнения технологий и номенклатуры выпускаемой продукции, возможностей снижения уровня операционных затрат, совместного использования сбытовой сети на различных региональных рынках и других аналогичных факторов.

2. *Новое строительство* означает создание нового объекта с законченным технологическим циклом по индивидуально разработанному или типовому проекту на специально отводимых территориях.

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

4. *Реконструкция* направлена на существенное преобразование всего производственного процесса, базирующегося на современных научно-технических достиже-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 81 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



ниях. В процессе реконструкции, в соответствии с комплексным планом, может осуществляться как расширение отдельных производственных зданий и помещений, так и строительство новых зданий и сооружений того же назначения вместо ликвидируемых на территории действующего предприятия.

5. *Модернизация* связана с совершенствованием и приведением активной части производственных основных фондов 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* означает замену (из-за физического износа) или дополнение (в связи с ростом объемов производства или необходимостью повышения производительности труда) имеющегося парка оборудования отдельными новыми их видами, не меняющими общей схемы осуществления технологического процесса, и характеризует в основном процесс простого воспроизводства активной части фондов.

7. *Инновационное инвестирование в нематериальные активы* направлено на использование новых научных и технологических знаний в целях достижения коммерческого успеха и повышения технологического потенциала предприятия. Инновационные **инвестиции** в нематериальные активы осуществляются в двух основных формах: а) путем приобретения готовой научно-технической продукции и других прав (патентов на научные открытия, изобретения, промышленные образцы и товарные знаки; ноу-хау; лицензий на франчайзинг и т. п.); б) путем разработки новой научно-технической продукции как в рамках самого предприятия, так и по заказу соответствующими инжиниринговыми фирмами.

8. *Инвестирование прироста запасов материальных оборотных активов* связано с расширением объема используемых операционных оборотных активов предприятия, что обеспечивает тем самым необходимую пропорциональность и сбалансированность в развитии внеоборотных и оборотных операционных активов предприятия.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 82 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

тия. Развитие производственного потенциала с помощью выпуска дополнительного объема продукции может быть реализовано только при соответствующем расширении объема использования материальных оборотных активов – запасов сырья, материалов, полуфабрикатов, малоценных и быстроизнашивающихся предметов и т. п.

Практическое осуществление реального инвестирования предприятия, как важнейшая форма реализации его экономических интересов, обычно состоит из нескольких взаимосвязанных этапов:

1. изыскание необходимых инвестиционных ресурсов;
2. выбор эффективных объектов инвестирования;
3. формирование инвестиционной программы;
4. обеспечение реализации инвестиционной программы.

Разрабатываемая в ходе реализации инвестиционной политики предприятия *инвестиционная программа* представляет собой совокупность реальных инвестиционных проектов, сгруппированных по отраслевым, региональным и привлекательным для инвестиций (инвестиционная привлекательность) признакам. Программа представляет собой единый объект управления. *Инвестиционная привлекательность* – обобщающая характеристика преимуществ и недостатков отдельных объектов инвестирования с позиций конкретного инвестора по формируемым им критериям.

В настоящее время инвестиционное проектирование рассматривается в двух плоскостях: во-первых, как деятельность, предполагающая комплекс каких-либо действий, обеспечивающих достижение определенных целей; во-вторых, как система, включающая определенный набор организационно-правовых и расчетно-финансовых документов, необходимых для осуществления каких-либо действий или описывающих эти действия. Здесь и далее под инвестиционным проектом подразумевается его вторая трактовка.

При инвестиционной деятельности и формировании программы предприятия, *инвестиционный проект* – это обоснование экономической целесообразности, объема



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 83 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Республики Беларусь и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

Реализация любого инвестиционного проекта преследует определенную цель, причем они различны для разных проектов, но могут быть типизированы и объединены в основные целевые группы: а) сохранение продукции на рынке; б) расширение объемов производства и улучшение качества продукции; в) выпуск новой продукции; г) решение социальных и экономических задач.

Обычно процесс разработки и реализации инвестиционного проекта (от инвестиционной идеи до эксплуатации) представляет собой завершённый цикл и включает в себя несколько фаз:

- *прединвестиционная фаза*, предшествующая основному объему инвестиций, в ходе которой решаются такие задачи: формирование инвестиционного замысла или поиск новых инвестиционных концепций; технико-экономическое обоснование проекта (ТЭО) или оценка проекта по технико-экономической и финансовой приемлемости; подготовка оценочного заключения и принятие решения об инвестировании;
- *инвестиционная фаза*, на которой производится само инвестирование или осуществление проекта;
- *эксплуатационная (производственная) фаза*, когда приобретает недвижимость либо другие активы или происходит ввод в действие новых производств, оборудования, выпуск новой продукции;
- *ликвидационная фаза*, учитываемая при достижении заданных результатов проекта, прекращении финансирования проекта и др.

В результате прединвестиционных исследований составляется развернутый *бизнес-план инвестиционного проекта*, т. е. документ, содержащий в структурированном



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 84 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



виде всю необходимую информацию. Назначение бизнес-плана состоит в описании всех основных аспектов будущего коммерческого предприятия, анализе проблем, с которыми оно может столкнуться, а также определении способов решения этих проблем. Поэтому правильно составленный бизнес-план в конечном счете отвечает на вопрос, стоит ли вообще вкладывать **инвестиции** в это дело и принесет ли оно доходы, которые окупят все затраты. Очень часто бизнес-план используется как основа для проведения переговоров с целью привлечения потенциальных отечественных и иностранных инвесторов. В международной практике принято любую производственную и коммерческую деятельность не начинать без бизнес-плана.

Реализуемый в рамках инвестиционной политики бизнес-план, в соответствии с Правилами по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов утв. Постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 31 августа 2005 г. №158, состоит из следующих разделов:

1. Резюме.
2. Характеристика организации и стратегия ее развития.
3. Описание продукции.
4. Анализ рынков сбыта. Стратегия маркетинга.
5. Производственный план.
6. Организационный план.
7. Инвестиционный план, источники финансирования.
8. Прогнозирование финансово-хозяйственной деятельности.
9. Показатели эффективности проекта.
10. Юридический план.

В ходе реализации инвестиционного проекта (равно как и инвестиционной программы предприятия) на предприятии может возникнуть потребность в организации специализированной структуры, функциями которой станут управление, мониторинг и контроль за выполнением мероприятий проекта (программы).



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 85 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

### 5.3 Инвестиционный портфель предприятия

В ходе инвестиционной деятельности предприятие неизбежно сталкивается с необходимостью выбора объектов инвестирования с различными инвестиционными характеристиками. Большинство инвесторов при размещении средств избирают не один, а несколько объектов инвестирования, создавая определенный их набор, соответствующий стратегическим и тактическим целям предприятия.

*Инвестиционный портфель предприятия* представляет собой сформированную в соответствии с инвестиционными целями инвестора совокупность объектов инвестирования, рассматриваемую как целостный объект управления. Главная задача портфельного инвестора состоит в создании оптимальных условий инвестирования, что обеспечивает при этом портфелю инвестиций такие инвестиционные характеристики, достичь которые невозможно при размещении средств в отдельно взятом объекте. Путем комбинирования инвестиционных активов достигается новое инвестиционное качество: обеспечивается требуемый уровень дохода при заданном уровне риска. Основной целью формирования портфеля является достижение оптимального для инвестора сочетания между риском и доходностью.

При формировании любого инвестиционного портфеля инвестор может преследовать такие цели: достижение определенного уровня доходности; прирост капитала; минимизация инвестиционных рисков; ликвидность инвестированных средств на приемлемом для инвестора уровне. Но ни одна из инвестиционных ценностей не обладает перечисленными выше свойствами одновременно. Отсюда у инвестора возникает необходимость, прежде чем формировать инвестиционный портфель, устанавливать приоритет конкретной цели.

Существует множество классификаций инвестиционных портфелей предприятия, остановимся на некоторых из них.

*По видам объектов инвестирования:*

- *портфель реальных инвестиционных проектов* – формируется на предприятии, осуществляющем производственную деятельность;



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 86 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

- *портфель ценных бумаг* – как конкретная совокупность ценных бумаг, отличается более высоким уровнем риска, но более высокой ликвидностью и управляемостью;
- *портфель прочих объектов инвестирования* – дополняет, как правило, инвестиционный портфель отдельных компаний (деpositный портфель); смешанный портфель.

*По приоритетным целям инвестирования:*

- *портфель роста* – состоит из объектов инвестирования, обеспечивающих достижение высоких темпов роста капитала (как правило, акций);
- *портфель дохода* – ориентирован на получение процентных и дивидендных выплат (текущего дохода);
- *консервативный портфель* – включает объекты со средними или минимальными уровнями риска.

*По достигнутому соответствию целям инвестирования:*

- *сбалансированный портфель* – означает полную реализацию целей инвестора;
- *несбалансированный портфель* – характеризуется несоответствием его состава поставленным целям, его разновидность – разбалансированный портфель.

Основными *принципами* при формировании инвестиционного портфеля предприятия являются:

- обеспечение реализации инвестиционной стратегии предприятия;
- обеспечение соответствия портфеля инвестиционным ресурсам;
- оптимизация соотношения доходности и ликвидности;
- обеспечение управляемости портфелем.

Довольно часто можно встретить суженную трактовку инвестиционного портфеля компании как совокупности различных инвестиционных ценностей (ценных бумаг и других финансовых активов), служащих инструментом для достижения конкретных инвестиционных целей. В портфель ценных бумаг могут входить как бумаги



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 87 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



только одного типа (акции или облигации), так и различные инвестиционные ценности (акции, облигации, депозитные и сберегательные сертификаты и др.).

Рассматривая портфель ценных бумаг как составную часть инвестиционного портфеля предприятия, обозначим основные этапы его формирования:

1. Установление инвестиционных целей инвестора.
2. Проведение анализа ценных бумаг с помощью приемов, характерных для выбора ценных бумаг (технический и фундаментальный анализ).
3. Формирование портфеля с учетом всех факторов: тип портфеля, требуемый уровень доходности, допустимый уровень риска; масштабы диверсификации портфеля, требования по ликвидности.
4. Пересмотр портфеля в соответствии с макроэкономической конъюнктурой и состоянием фондового рынка.
5. Оценка фактической эффективности портфеля с точки зрения полученного по нему дохода.

Инвестиционные финансовые инструменты являются сравнительно новым явлением в деятельности отечественных организаций, т. к. рынка ценных бумаг в условиях плановой экономики не существовало. Портфель финансовых инвестиций в настоящее время может включать различные ценные бумаги или другие финансовые инструменты, в том числе сберегательные и депозитные сертификаты, залоговые свидетельства, страховые полисы и др.

*При оценке качества инвестиционных финансовых инструментов используется ряд критериев:*

- максимальная доходность вложений;
- безопасность вложений;
- возможная ликвидность вложений.

Анализ качества инвестиционных финансовых инструментов, помимо расчетов показателей эффективности предусматривает проведение их исследования принятыми



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 88 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

в практике методами фундаментального и технического анализа. Оценка качества финансовых инструментов с помощью этих методов приведена на рисунке 5.1.

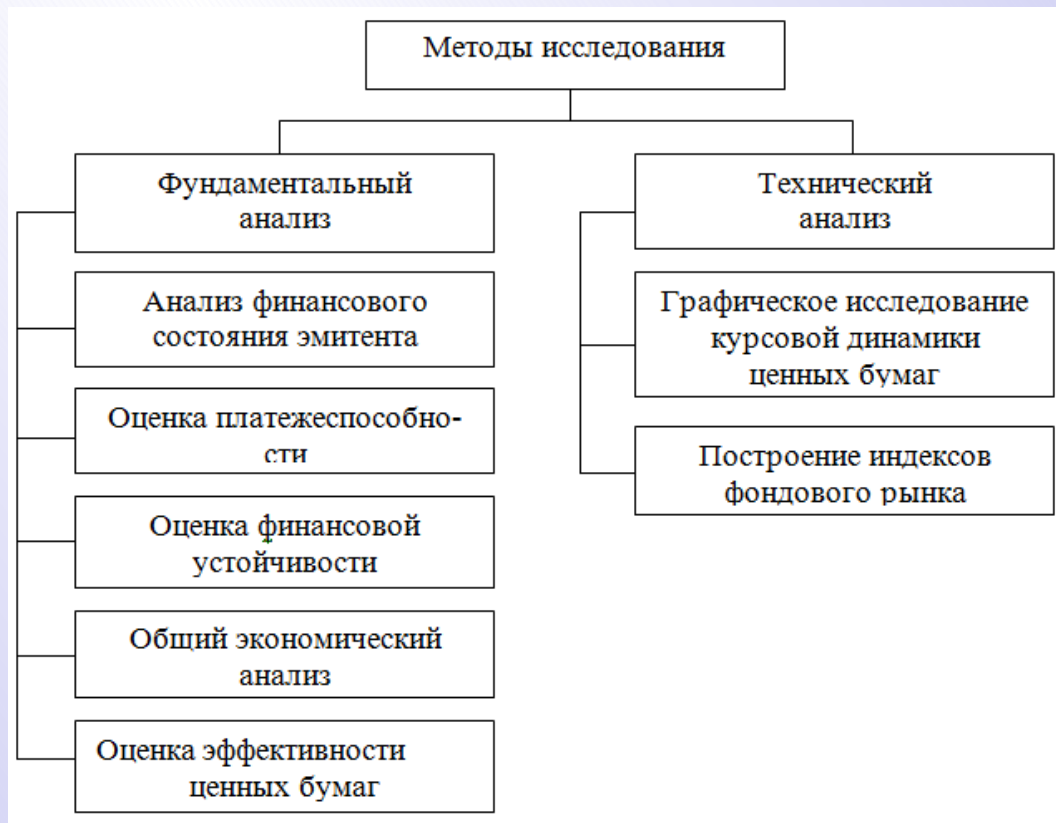


Рисунок 5.1 – Методы исследования фондового рынка

При фундаментальном анализе исследуются закономерности, которые будут действовать в будущем, а при техническом – взгляд аналитиков обращен в прошлое.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 89 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Фундаментальные аналитики в основном исследуют такие вопросы, как величина будущих доходов и дивидендов. В то же время технические аналитики над подобными вопросами задумываются редко.

Качество ценных бумаг и их эффективность должны исследоваться специалистами инвесторами или инвестиционными консультантами. В особенности это относится к техническому анализу. Анализ качества ценных бумаг и их эффективности должен учитывать следующие факторы:

- экономическое положение страны, которая является эмитентом ценных бумаг;
- фактические эмитенты ценных бумаг в определенной стране;
- возможность реализации ценных бумаг на международном рынке.

Существуют две главные причины, которые объясняют целесообразность проведения оценки качества инвестиционных финансовых инструментов. Первая заключается в необходимости определения некоторых характеристик ценных бумаг, а вторая – в стремлении инвестора выявить неверно оцененные бумаги. Для выявления неверно оцененных бумаг используются методы фундаментального анализа.

*Фундаментальный анализ* базируется на исследовании финансовых результатов деятельности организации-эмитента. В этом случае проводится анализ баланса, отчетов о финансовых результатах деятельности организации и другие. Конечной целью фундаментального анализа является определение текущей величины финансовых требований в отношении доходов организации (включая требования держателей облигаций и акций организации). В этих целях прежде всего необходимо спрогнозировать доход организации, а затем возможное распределение дохода среди кредиторов с оценкой соответствующих вероятностей.

На практике достаточно часто используют более простые методы. Они заключаются в том, что многие аналитики обращают основное внимание на цифры, содержащиеся в отчетах организации, даже если последние не отражают адекватно происходящие экономические процессы. Помимо этого для оценки сложных взаимосвязей нередко используют простые показатели. Например, некоторые аналитики



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 90 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



пытаются оценить вероятность полного и своевременного погашения краткосрочной задолженности с помощью соотношения величины ликвидных активов и суммы краткосрочного долга.

*Технический анализ* применяется для прогнозирования рыночной цены ценных бумаг, динамики курсовой стоимости, общей рыночной тенденции движения курсов ценных бумаг. Его можно определить как метод прогнозирования цены, основанный на математических, а не на экономических данных. Он был создан для чисто прикладных целей вначале при игре на рынке ценных бумаг, а затем и на фьючерсных рынках.

Технический анализ широко используется в экономике Запада, а в последнее время начал применяться и в нашей стране. Все многообразие методов прогнозирования технического анализа укладывается в определенную схему. В настоящее время в техническом анализе применяются следующие методы:

- графические;
- фильтрации или математической аппроксимации;
- теории циклов.

Под *графическими методами* имеются ввиду такие методы, в которых для прогнозирования используются наглядные изображения движения рынка ценных бумаг. Они возникли раньше других методов из-за простоты их применения.

*Методы, использующие фильтрацию или математическую аппроксимацию*, развиваются в последние 30 лет вместе с компьютерной техникой. С появлением компьютера, подключенного к современной информационной сети, почти все проблемы решаются автоматически. Многие трейдеры пользуются такими методами, особенно не вникая в сущность их построения.

*Теория циклов* развита больше на теоретическом уровне, чем на практическом. Ее сущность заключается в исследовании циклических колебаний не только цен, но и природных явлений в целом.

В настоящее время существуют три типа графиков движения рынка, на основа-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 91 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

нии которых строится технический анализ:

- график движения цены;
- график движения объема торговли;
- открытый интерес.

Графики обычно называют чартами (chart). Большое количество информационных систем, работающих в реальном режиме времени, позволяют осуществлять автоматическое построение чартов по мере поступления данных. От пользователя требуется только умение грамотно и свободно их читать.

Объем торговли представляет собой общее количество заключенных контрактов за определенный промежуток времени. Например, за торговый месяц.

Открытый интерес – количество позиций, не закрытых на конец торгового дня.

Линейные чарты появились ранее всех остальных. Ими пользуются только в тех случаях, когда испытывается недостаток информации. Например, для построения гистограммы.

Графики динамики изменения курсов валюты изображаются зигзагообразными кривыми с циклическими периодами подъема и падения этих курсов. Они показывают цикличность функционирования фондового рынка. Определение динамики курса позволяет осуществить оценку роста стоимости ценной бумаги. Курсовые данные графиков могут быть исследованы с различной степенью детализации по времени (год, месяц, декада, день, час).

При техническом анализе можно использовать метод построения индексов фондового рынка. В экономически развитых странах фондовые индексы рассчитываются и публикуются в открытой печати. Индексы используются для оценки тенденции изменения курсов акций. Такими наиболее известными индексами являются:

- Индекс Доу-Джонса и Стандарт энд Пул – США;
- Индекс Футси – Великобритания;
- Индекс Никкей – Япония;
- Индекс Торонтской фондовой биржи – Канада.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 92 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

В разных странах индексы являются различными.

Все они базируются на определении средней арифметической или геометрической временной курсовой стоимости по ряду крупных ведущих компаний. Особенности определения индексов зависят от правильного выбора компаний, подходами к оценке весовых коэффициентов и периодами рассмотрения данных во времени. Например, индекс Доу-Джонса представляет собой среднюю взвешенную величину ежедневных котировок акций около 30 корпораций определенной группы.

#### 5.4 Управление инвестиционным портфелем

Под управлением инвестиционным портфелем понимается применение различных управляющих методов и технологических возможностей к совокупности различных инвестиций.

Управление инвестиционным портфелем подразделяется на управление реальными и финансовыми инвестициями. Каждый портфель выступает самостоятельно и соответствующим образом находится под управлением. Варианты возможного управления инвестиционным портфелем, состоящим из финансовых инвестиций, приведены на рисунке 5.2.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 93 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



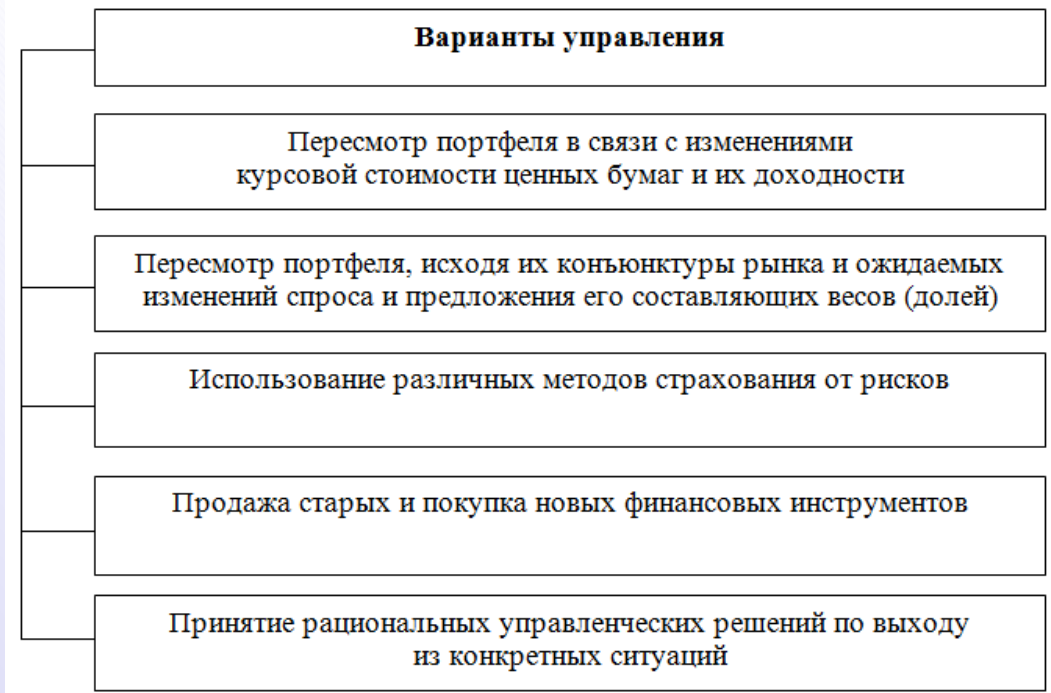


Рисунок 5.2 – Возможные решения при управлении инвестиционным портфелем

Продажа отдельных финансовых инструментов может произойти по следующим причинам:

- возможность роста темпов инфляции выше предусмотренных;
- падение ликвидности отдельных видов финансовых инструментов на фондовом рынке; и изменение рейтинга в сторону уменьшения;
- повышение ссудного процента на финансовом рынке;
- повышение уровня налогообложения на конкретный вид ценных бумаг.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 94 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Условия целесообразности продажи или покупки финансовых инструментов определяются величиной ожидаемой доходности в постоянно меняющейся рыночной среде.

Применяемые к портфелю методы и технологические возможности представляют собой способ управления, который может быть охарактеризован как активный и пассивный.

Активное управление предполагает тщательный анализ и немедленное приобретение инструментов, отвечающих целям портфеля, а также быстрое изменение состава фондовых инструментов, входящих в портфель. Белорусский фондовый рынок характеризуется постоянным изменением котировок, высоким уровнем риска. Следует отметить, что состояние фондового рынка адекватно активной модели мониторинга, которая позволяет успешно управлять портфелем.

Финансовый менеджер по инвестициям, который занимается активным управлением портфелем, обязан провести анализ и приобрести наиболее перспективные бумаги и постараться избавиться от низкодоходных ценных бумаг. В этом случае всегда важно не допустить снижения стоимости портфеля и потерю им инвестиционных свойств. Для этого необходимо постоянно сопоставлять стоимость, доходность, риск и другие инвестиционные характеристики вновь создаваемого портфеля. Пассивное управление основывается на создании диверсифицированных портфелей с заранее определенным уровнем риска на длительную перспективу. Такое управление эффективно при условии насыщения рынка высоколиквидными ценными бумагами. При условии больших инфляционных скачков пассивное управление малоэффективно.

Активное и пассивное управления портфелем осуществляются на основе поручения клиента и за его счет либо на основе договора. В этом случае активное управление предполагает большие затраты специализированной финансовой организации, которая осуществляет куплю-продажу и формирование портфеля ценных бумаг. Такой вид услуг называется «Investment portfolio management treaty», или договором об управлении портфелем.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 95 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

При пассивном управлении осуществляется передача денежных средств специализированному учреждению, которое занимается портфельными инвестициями по поручению владельца в различные фондовые инструменты в целях извлечения прибыли. По результатам проводимых операций взимается комиссионное вознаграждение. Операции такого вида в зарубежной практике называются «Private banking», что означает доверительные банковские операции.

## 5.5 Взаимосвязь доходности финансовых инвестиций и рисков

Доходности финансовых инвестиций и рисков в управлении инвестиционным портфелем рассматриваются как две взаимосвязанные категории. Обычно портфель содержит два или более инвестиционных инструмента и формируется с целью диверсификации. Диверсификация представляет собой использование различных инвестиционных инструментов в целях уменьшения риска. Портфель диверсифицируется до тех пор, пока не достигнуты цели инвестора с точки зрения его доходности.

Рассмотрим специфичность рисков в области инвестирования средств в ценные бумаги. Риск инвестирования средств в ценные бумаги представляет собой определенную финансовую потерю или недополучение планируемых доходов. Потенциальный доход инвестора находится в прямой зависимости от величины риска. Рискованность вложений в ценные бумаги также зависит от количества видов ценных бумаг, находящихся в портфеле организации.

*Совокупный риск инвестиций в ценные бумаги* содержит два компонента: диверсифицируемый и недиверсифицируемый риск. *Диверсифицируемый риск (несистематический)* представляет собой ту часть риска, которая может быть ликвидирована в результате диверсификации. Он связан с неконтролируемыми или случайными событиями. Например, забастовки, судебные процессы, меры регулирования, отраслевой, кредитный, процентный, валютный. *Недиверсифицируемый риск (систематический)* связан с такими явлениями, как общерыночные цены, война, инфляция,



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 96 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



политические события, которые влияют на все инвестиционные инструменты. Совокупный риск состоит из двух составляющих:

$$P_c = D_p + H_p \quad (5.1.)$$

где  $P_c$  – совокупный риск;

$D_p$  – диверсифицируемый риск;

$H_p$  – недиверсифицируемый риск.

В связи с тем, что любой разумный инвестор может устранить диверсифицируемый риск и обеспечить диверсифицируемый портфель ценных бумаг, единственным риском, который следует учитывать, является недиверсифицируемый риск. Исследования показывают, что если тщательно отобрать 10-20 ценных бумаг для портфеля, диверсифицируемый риск может быть полностью устранен.

Недиверсифицируемый риск, который подобен рыночному риску, будет присутствовать всегда. Каждой ценной бумаге присущ свой собственный уровень недиверсифицированного риска. Такой риск связан с изменчивостью цен на акции эмитента, которые зависят от общерыночного колебания цен. Он связан с изменениями:

- процентных ставок;
- падения общерыночных цен;
- инфляционных процессов.

Учет рисков портфельных инвестиций для организаций нашей страны является явлением новым. *Риск портфеля инвестиций* представляет собой набор достаточно большого количества финансовых, рыночных и других видов риска. На рисунке 5.3 приведен совокупный риск, который является суммой недиверсифицируемого и диверсифицируемого риска.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 97 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

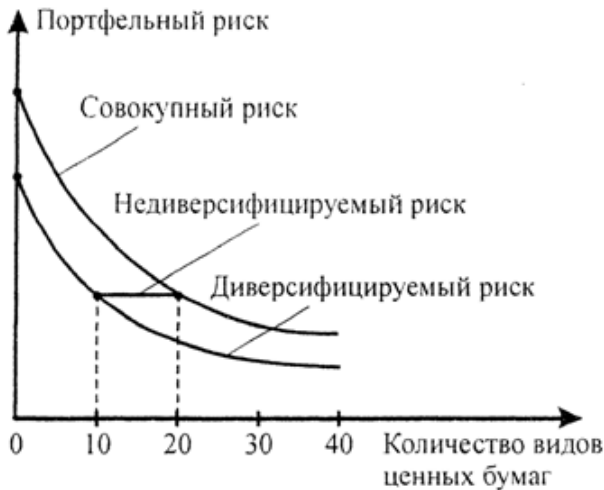


Рисунок 5.3 – Схема образования совокупного риска

Оптимальное число финансовых инструментов при включении в портфель зависит от двух факторов. Во-первых, это число должно находиться между 10 и 20, что необходимо для существенного снижения диверсифицируемого риска. Во-вторых, если в будущем предусматривается давнейшая диверсификация, в расчеты должны быть заложены издержки на совершение сделок.

Доходность и риск какого-либо финансового инструмента зависят от того, рассматриваем ли мы его в составе портфеля или отдельно. Инвестиции в ценные бумаги ведут к диверсификации риска следующим образом. Чем больше различие в динамике отдачи двух ценных бумаг, тем большего уменьшения риска можно достичь с помощью диверсификации.

Снижения возможных рисков при вложении средств в ценные бумаги можно до-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 98 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

стичь с помощью осмысливания существующей ситуации, предварительных расчетов эффективности от реализации ценных бумаг, состояния рынка, снижения уровня риска. Передача риска может означать, что инвестор передает ответственность за риск кому-либо другому. Например, страховому обществу. Снижение уровня риска предусматривает уменьшение вероятности и объема будущих потерь с помощью определенных методов и приемов.

## 5.6 Выбор инвестиционных проектов

Основным принципом выбора инвестиционных проектов является диверсификация инвестиционных ресурсов. Это позволяет наилучшим образом минимизировать риски и обеспечить устойчивую работу организации. При формировании инвестиционного портфеля проектов должна учитываться их полезность для государства. На этом этапе предусматривается структуризация приоритетных направлений и формирование предварительных программ реализации проектов. Возможными критериями выбора проектов могут быть:

- общественная значимость проектов;
- соответствие целям и финансовым возможностям инвестора;
- величина дохода;
- величина нормы рентабельности;
- уровень риска;
- срок окупаемости проекта и др.

Процедура выбора инвестиционных проектов в данном случае базируется на том, что государство может осуществлять функции посредника и организатора инвестиционной деятельности, оказывать инвесторам и реципиентам прямую и косвенную поддержку или участвовать вместе с реципиентами в совместной предпринимательской деятельности. На этой стадии может быть оценена верхняя граница затрат,



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 99 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



которые в будущем могут служить ориентиром для выбора соответствующих критериев. Основные критерии выбора инвестиционных проектов по группам приведены:

- чистый приведенный доход (стоимость);
- период (срок) окупаемости;
- внутренняя норма доходности (рентабельности);
- индекс прибыльности (рентабельность).

Приведенные показатели благодаря простоте их определения используются многими руководителями организаций. Несмотря на то, что показатели позволяют осуществить оценку возможных вариантов одного проекта при более чем одном источнике финансирования, оценка нескольких проектов при нескольких источниках финансирования становится задачей трудоемкой и нерациональной.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 100 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

## Тема 6. ИНСТРУМЕНТЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ

### 6.1 Расчет наращенных сумм по простым и сложным процентным ставкам

Владелец капитала, предоставляя его на определенное время в долг, рассчитывает на получение дохода от этой сделки. Размер ожидаемого дохода зависит от трех факторов: от величины капитала, предоставляемого в кредит, от срока кредита и от величины ссудного процента или, иначе говоря, процентной ставки. Процентная ставка характеризует доходность кредитной сделки. Она показывает, какая доля от суммы выданного кредита будет возвращена владельцу капитала в виде дохода. Поэтому процентная ставка рассчитывается как отношение дохода, полученного за определенный период (чаще всего за год), к величине капитала, предоставляемого в кредит. Величина процентной ставки определяется отношением:

$$i = \frac{I}{p_n} \quad (6.1)$$

где  $i$  – процентная ставка, выраженная десятичной дробью;

$I$  – величина дохода владельца капитала;

$p$  – сумма капитала, предоставляемого в кредит;

$n$  – срок суммы в годах.

**Пример 1.1.** Фирма приобрела в банке вексель, по которому через год должна получить 30,0 млн. руб. (номинальная стоимость векселя). В момент приобретения цена векселя составила 20,0 млн. руб. Определить доходность этой сделки, т.е. размер процентной ставки.

По условию задачи: первоначальная сумма капитала, предоставляемого в кредит,  $p = 20,0$  млн. руб. Номинальная сумма векселя, т.е. сумма, которую получит владелец капитала (инвестор) через год  $S = 30$  млн. руб.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 101 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

Доход инвестора:  $I = 30,0 - 20,0 = 10,0$  млн. руб.

Отсюда:

$$i = \frac{I}{p_n} = \frac{10}{20} = 0,5(50\%)$$

Используя выражение для расчета процентной ставки, мы можем записать, что величина дохода определяется по формулам.

$$I = p_n \times i \tag{6.2}$$

В этой формуле процентная ставка выражается не десятичной дробью, а в процентах.

Величину  $I$  называют процентными деньгами или процентным доходом, а иногда просто процентом.

Существуют различные методы начисления процентов. Основное их различие сводится к определению исходной суммы (базы) на которую начисляются проценты. Эта сумма может оставаться постоянной в течении всего периода или меняться, в зависимости от этого различают следующие методы начисления процентов:

- по простым процентным ставкам;
- по сложным процентным ставкам.

По условиям кредитного контракта процентные деньги могут выплачиваться кредитору или по мере их начисления в каждом периоде, или совместно с основной суммой долга по истечении срока контракта. В последнем случае сумма, полученная кредитором, называется наращенной суммой. Таким образом, наращенная сумма есть результат сложения суммы, предоставленной в кредит, в процентных деньгах.

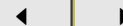
Формула для определения наращенной суммы с использованием простых процентов запишется в следующем виде:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 102 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



$$S = p + I = p + pni = p \times (1 + ni)$$

(6.4)

где  $S$  – наращенная сумма.

Выражение  $(1 + ni)$  – называется множителем наращения простых процентов.

При использовании простых процентов, когда срок финансовой сделки не равен целому числу лет, периоды исчисления процентов выражаются дробным числом  $n = t / k$ , где  $t$  – число дней, на которое предоставлен кредит;  $k$  – временная база (число дней в году, равная 365 или 360 дней). Различие в продолжительности года вызвано тем, что в ряде стран для удобства вычислений год делится на 12 месяцев по 30 дней в каждом, т. е. продолжительность года ( $k$ ) принимается равной 360 дням. Это так называемая «германская практика». В англоязычных странах в банковских расчетах продолжительность года принимается календарная, т. е. 365 дней, число дней в месяце также соответствует календарю.

**Пример 1.2.** Банк выдал своему клиенту ссуду в размере 20,0 млн. руб. сроком на полгода по ставке простых процентов, равный 80 % годовых. Определить проценты и сумму накопленного долга (наращенную сумму).

По условию  $P = 20$  млн. руб.

$$i = 0,8$$

$$n = 0,5 \text{ года}$$

$$I = 20 \cdot 0,5 \cdot 0,8 = 8 \text{ млн. руб. (величина дохода владельца капитала).}$$

$$S = 20 + 8 = 28 \text{ млн. руб.}$$

$$\text{Или } S = 20 \cdot (1 + 0,5 \cdot 0,8) = 28 \text{ млн. руб.}$$

При заключении кредитного соглашения может быть установлена постоянная на весь период или изменяющаяся (переменная) процентная ставка.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 103 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

При установлении переменной процентной ставки наращенная сумма определяется по формуле:

$$S = p \times (1 + n_1 \times i_1 + n_2 \times i_2 + \dots + n_t \times i_t = p \times (1 + \sum_1^m n_t \times i_t) \quad (6.5)$$

где  $i_t$  – ставка простых процентов в период  $t$ ;

$n_t$  – продолжительность начисления ставки  $i_t$ ;

$m$  – число периодов начисления процента.

**Пример 1.2а.** Банк предлагает своему клиенту-заемщику следующие условия предоставления кредита: первое полугодие – 80 % годовых, каждый следующий квартал ставка возрастает на 8%. Проценты начисляются только на первоначальную сумму предоставляемого кредита.

Определить наращенную сумму долга, если банк предоставил кредит на сумму 50 млн. руб.

$$S = 50 \times (1 + 0,5 \times 0,8 + 0,25 \times 0,88 + 0,25 \times 0,96) = 93 \text{млн. руб.}$$

Наряду с рассмотренным методом начисления по простой процентной ставке используется метод начисления по сложной процентной ставке. Суть метода заключается в том, что на наращенные в предыдущем периоде суммы вновь начисляются проценты, т.е. происходит многократное наращение. Подобный процесс называют капитализацией процентного дохода.

Используя ранее введенные обозначения, рассчитаем по сложным процентам наращенную сумму за  $n$  лет.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 104 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

В конце первого периода (года) наращенная сумма равна:

$$S_1 = P \times (1 + i) \tag{6.6}$$

В конце второго периода (второго года):

$$S_2 = P \times (1 + i) + P \times (1 + i) = P \times (1 + i) \times (1 + i) = P \times (1 + i)^2 \tag{6.7}$$

В конце n-го года наращенная сумма будет равна:

$$S_n = P \times (1 + i)^n \tag{6.8}$$

Следовательно, наращенная сумма за весь период может быть получена как сумма членов геометрической прогрессии, первый член которой равен  $P$ , а знаменатель  $(1 + i)$ .

Величину  $(1 + i)^n$  называют множителем наращения сложных процентов.

**Пример 1.3.** Инвестор получил кредит в банке в сумме 150,0 млн. руб. сроком на 3 года под 20 % годовых (сложные проценты). Определить сумму погашения долга в конце срока.

$$S = 150 \times (1 + 0,2)^3 = 259,2 \text{ млн. руб.}$$

Зачастую банки, предоставляя кредиты, используют изменяющиеся во времени, но заранее фиксированные для каждого периода ставки сложных процентов. В этом случае наращенная сумма может быть определена по формуле:



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 105 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



$$S = P \times (1 + i_1)^{n_1} + P \times (1 + i_2)^{n_2} + \dots + P \times (1 + i_{12})^{n_k} \quad (6.9)$$

где  $i_1, i_2, \dots, i_n$  – последовательные значения ставок процентов;

$n_1, n_2, \dots, n_k$  – периоды, в течении которых используются соответствующие ставки.

**Пример 1.4.** Строительная фирма получила кредит в банке на сумму 100,0 млн. руб. сроком на 5 лет. Процентная ставка по кредиту определена в 10,5 % для первого года, для второго года – предусмотрена надбавка к процентной ставке в размере 1,5 %, для третьего года последующих лет – в размере 0,75 %.

Определить сумму долга, подлежащую погашению в конце срока займа.

$$S = 100 \times 1,105 \times 1,12^2 \times 1,1275^3 = 194,74$$

Использование в финансовых вычислениях простых и сложных процентов дает неодинаковые результаты, различия между ними обусловлены сроками сделок.

Так при равной величине простых и сложных процентных ставок ( $i_n = i_c$ ) при сроке ссуды менее 1 года ( $n < 1$ ). Нарощенная сумма, вычисленная по простым процентам, будет больше наращенной суммы, вычисленной по сложным процентам, ибо  $(1 + ni_n) > (1 + i_c)^n$ ,

где:  $i_n$  и  $i_c$  – ставки простых и сложных процентов.

При сроке сделки больше года ( $n > 1$ ) наращение по сложным процентам опережает наращение по простым процентам  $(1 + ni_n) < (1 + i_c)^n$ .

В случае, когда срок финансовой сделки выражен дробным числом, начисление процентов может выполняться двумя методами:

а) по формуле сложных процентов:

$$S = P \times (1 + i)^{+b} \quad (6.10)$$



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 106 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть

б) и смешанным методом:

$$S = P \times (1 + i)^a \times (1 + bi) \quad (6.11)$$

где  $n = a + b$  – период сделки;

$a$  – целое число лет;

$b$  – дробная часть года.

**Пример 1.5.** Инвестор получила кредит в размере 250 млн. руб. со сроком погашения через два года и на 9 месяцев (2 года и 270 дней) под 9,5 % годовых.

Определим полученную им сумму при использовании банком сложных процентов и смешенного метода. При расчете банк считает продолжительность года  $k = 360$  дней.

а)  $S = 250 \times (1 + 0,095)^{2+270/360} = 320,87$  млн. руб.

б) по смешенному методу:

$$S = 250 \times 1,095^2 \times (1 + 270/360 \times 0,095) = 321,11 \text{ млн. руб.}$$



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 107 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

## 6.2 Определение термина «дисконтирование»

Два понятия – наращение и дисконтирование – выражают прямой и обратный процессы. Первое понятие определяет увеличение первоначальной величины кредита за счет присоединения начисленных процентов при движении от текущего момента времени к будущему. Второе понятие – обесценивание будущих денежных сумм при приведении их к текущему времени.

Математический аппарат, применяемый для количественного выражения этих процессов, представляет собой обратные величины:

- при наращении коэффициент сложных процентов  $k_{СП} = (1 + i)^n$ ;
- при дисконтировании коэффициент дисконтирования  $k_d = 1/(1 + i)^n$ .

Различие заключается только в определении фактора  $i$ , который в формуле сложных процентов является процентной ставкой, а в формуле коэффициента дисконтирования – ставкой дисконта или нормативом дисконтирования.

Различие заключается только в определении фактора  $i$ , который в формуле сложных процентов является процентной ставкой, а в формуле коэффициента дисконтирования – ставкой дисконта или нормативом дисконтирования.

$$d = 1/(1 + r)^n \tag{6.12}$$

где  $d$  – коэффициент дисконтирования;  
 $r$  – ставка дисконта, ставка рефинансирования;  
 $n$  – количество лет.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 108 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



### 6.3 Ставка дисконта

При выполнении дисконтирования будущих поступлений к текущему моменту времени на трансформацию величины денежного потока существенное влияние оказывает количественное выражение ставки дисконта.

Раньше в централизованной экономике, в нормативных документах и в научных публикациях этот показатель трактовался как норматив приведения и устанавливался в размерах 0,08 – 0,1.

В условиях рыночной экономики смысл этого показателя меняется, и он рассматривается как процентная ставка. Для рассмотрения смысла и величины этого коэффициента рассмотрим некоторые понятия:

- ставка, по которой выплачивает проценты коммерческий банк своим кредиторам (банковский процент);
- ставка, под которую банк дает ссуды инвесторам (ставка платы за кредит).

*Банковский процент* – это процентная ставка или цена, которую выплачивает банк собственнику финансовых ресурсов за временное пользование последними. Собственник капитала предоставляет банку в пользование свои ресурсы, помещая их на депозит, за что банк начисляет проценты по депозитной ставке.

*Ставка платы за кредит* – это цена кредита, которую уплачивает банку пользователь этого кредита или инвестор в условиях рассматриваемой проблемы. Эта ставка по своей величине больше ставки банковского процента на величину банковской маржи.

Т. е. на величину ставки дисконта влияет принадлежность инвестиций с точки зрения собственности и продолжительности периода кредитования.

В этом случае, если инвестируется собственный капитал, т. е. капитал уставного фонда, акционерный капитал или реинвестируется чистая прибыль предприятия, ставка дисконта должна быть принята на уровне банковского процента.

В случае привлечения заемного капитала инвестору необходимо вернуть его с процентом. Нарастание кредита происходит по ставке платы за кредит, которая боль-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 109 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ше банковского процента на величину банковской маржи. Но именно здесь главным фактором является период кредитования.

Если будущая стоимость при годовой ставке рефинансирования  $Re = 12\%$  годовых составляет на  $n$  лет 10000 \$, то настоящая стоимость:

$$P = \frac{F_n}{(1 + k_D)^n} = \frac{10000}{(1 + 0,12)^2} \approx 8000 \quad (6.13)$$

где  $F$  – будущие деньги через  $n$  лет;

$P$  – настоящие деньги;

$k_D$  – ставка рефинансирования или дисконта. Сколько надо вложить сейчас ( $P$ ), чтобы получить  $F_n$  – в будущие деньги.

Инвестиции возвращаются ежегодно в виде прибыли.

Чтобы вычислить срок окупаемости инвестиций надо учесть получаемую прибыль, принимая во внимание, в какой год она получена.

## 6.4 Понятие лага и расчетного периода

Ранее было показано, что потоки средств всегда осуществляются во времени. Капитальные вложения, представляющие собой поток финансовых ресурсов в создание основных фондов, или, другими словами, вложения в долгосрочные активы, также осуществляются на протяжении некоторого отрезка времени. Если этот отрезок времени имеет небольшую продолжительность, то в практических расчетах он игнорируется. Однако, крупные капитальные вложения, связанные со строительством зданий и сооружений, монтажом оборудования, установкой агрегатов и машин, осуществляемые на протяжении нескольких лет, должны рассматриваться и анализироваться с учетом их осуществления.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 110 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Таким образом, между моментом начала осуществления капитальных вложений и моментом начала отдачи вложенных средств в виде положительных потоков от реализации произведенной продукции проходит период, в течение которого средства «не работают», не дают отдачи. На протяжении этого периода средства связаны, «заморожены». Отставание (запаздывание) отдачи вложенных средств во времени принято называть лагом. Большинство проектов, в которых осуществляются единовременные затраты на начальном этапе расчетного периода, а результаты начинают поступать через некоторый отрезок времени, по продолжительности равный одному году или более, обладают эффектом запаздывания отдачи средств, или, иначе лагом. А это значит, что следует учитывать эффект изменения стоимости денег, действие фактора времени. Таким образом, действие фактора времени проявляется всегда, когда возникает лаг.

Начальным годом расчетного периода считается год начала финансирования работ по осуществлению проекта.

Конечный год расчетного периода может быть определен нормативным сроком использования оборудования (активной части основных фондов) или плановым (нормативным) сроком обновления продукции. При осуществлении таких нормативов конец расчетного периода устанавливается с учетом специфики отрасли. Положение, связанное с учетом фактора времени, можно распространить на все случаи, когда вложения инвестиций и отдача от их использования разделена во времени более чем на один год.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 111 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть



## Тема 7. УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ В РЕАЛЬНЫЕ АКТИВЫ

### 7.1 Виды инвестиций в реальные активы

Инвестиции представляют собой вложения капитала во всех его формах с целью обеспечения роста в предстоящем периоде, получения текущего дохода или решения определенных социальных задач.

В коммерческой практике принято различать следующие типы таких инвестиций:

1. **инвестиции** в реальные (физические) активы;
2. **инвестиции** в денежные активы;
3. **инвестиции** в нематериальные (незримые) активы.

Под *реальными активами* при этом имеются в виду производственные здания и сооружения, а также любые виды машин и оборудования.

Под *денежными активами* понимаются права на получение денежных сумм от других физических и юридических лиц, например, депозиты в банке, облигации, акции и т. д.

Под *нематериальными (незримыми)* активами понимаются ценности, приобретаемые организацией в результате проведения программ переобучения или повышения квалификации персонала, разработки торговых знаков, приобретения лицензий и т. п.

Инвестиции в ценные бумаги принято называть *портфельными инвестициями*.

Подготовка и анализ инвестиций в реальные актива существенно зависят от того, какого рода это **инвестиции**, т. е. какую из стоящих перед организацией задач необходимо решить с их помощью. С этих позиций возможные разновидности инвестиций можно свести в следующие основные группы:

1. *Инвестиции в повышение эффективности.* Их целью является прежде всего создание условий для снижения затрат организации за счет замены оборудо-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 112 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

вания, обучения персонала или перемещения производственных мощностей в регионы с более выгодными условиями производства.

2. *Инвестиции в расширение производства.* Задачей такого инвестирования является расширение возможностей выпуска товаров для ранее сформировавшихся рынков в рамках уже существующих производств.
3. *Инвестиции в создание новых производств.* Такие **инвестиции** обеспечат создание совершенно новых предприятий, которые будут выпускать ранее не изготавливавшиеся организацией товары (или оказывать новый тип услуг) либо позволят организации предпринять попытку выхода с ранее уже выпускавшимися товарами на новые для нее рынки.
4. *Инвестиции ради удовлетворения требований государственных органов управления.* Эта разновидность инвестиций становится необходимой в том случае, когда организация оказывается перед необходимостью удовлетворить требования властей в части либо экологических стандартов, либо безопасности продукции, либо иных условий деятельности, которые не могут быть обеспечены за счет только совершенствования менеджмента.

Все возможные инвестиционные стратегии можно разбить на две группы:

а) пассивные **инвестиции**, т. е. такие, которые обеспечивают в лучшем случае неухудшение показателей прибыльности вложений в операции данной организации за счет замены устаревшего оборудования, подготовки нового персонала взамен ушедших сотрудников и т. д.;

б) активные **инвестиции**, т. е. такие, которые обеспечивают повышение конкурентоспособности фирмы и ее прибыльности по сравнению с ранее достигнутыми уровнями за счет внедрения новой технологии, организации выпуска пользующихся спросом товаров, захвата новых рынков или поглощения конкурирующих фирм.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 113 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

## 7.2 Инвестиционные проекты и методы оценки их эффективности

Все формы реального инвестирования проходят четыре основные стадии:

1. *прединвестиционная стадия*, в процессе которой разрабатываются варианты альтернативных инвестиционных решений, проводится их оценка и принимается к реализации конкретный их вариант;
2. *инвестиционная стадия* включает в себя непосредственную реализацию принятого инвестиционного решения;
3. *эксплуатационная стадия* предусматривает функционирование объекта инвестиционного проекта;
4. *на ликвидационной стадии* осуществляется ликвидация или консервация объекта.

Основу прединвестиционной стадии составляет подготовка инвестиционного проекта.

*Инвестиционный проект* представляет собой документ, определяющий необходимость осуществления реального инвестирования, в котором в общепринятой последовательности разделов излагаются основные характеристики проекта и финансовые показатели, связанные с его реализацией.

В зависимости от видов инвестиционных проектов различаются и требования к их разработке.

Инвестиционные проекты, анализируемые в процессе составления бюджета капитальных вложений, имеют определенную логику.

С каждым инвестиционным проектом принято связывать денежный поток (Cash Flow), элементы которого представляют собой либо чистые оттоки (Net Cash Outflow), либо чистые притоки денежных средств (Net Cash Inflow). Под чистым оттоком в  $k$ -м году понимается превышение текущих денежных расходов по проекту над текущими денежными поступлениями (при обратном соотношении имеет место чистый приток). Денежный поток, в котором притоки следуют за оттоками, называется ор-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 114 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



динарным. Если притоки и оттоки чередуются, денежный поток называется неординарным.

Чаще всего анализ ведется по годам, хотя это ограничение не является обязательным. Анализ можно проводить по равным периодам любой продолжительности (месяц, квартал, год и др.). При этом, однако, необходимо помнить о сопоставимости величин элементов денежного потока, процентной ставки и длины периода.

Предполагается, что все вложения осуществляются в конце года, предшествующего первому году реализации проекта, хотя в принципе они могут осуществляться в течение ряда последующих лет.

Приток (отток) денежных средств относится к концу очередного года.

Коэффициент дисконтирования, используемый для оценки проектов с помощью методов, основанных на дисконтированных оценках, должен соответствовать длине периода, заложенного в основу инвестиционного проекта. Рекомендуется ставку дисконтирования принимать на уровне ставки рефинансирования Национального банка или фактической ставки процента по долгосрочным кредитам банка. В необходимых случаях может учитываться надбавка за риск, которая добавляется к ставке дисконтирования для безрисковых вложений.

Необходимо особо подчеркнуть, что применение методов оценки и анализа проектов предполагает множественность используемых прогнозных оценок и расчетов. Множественность определяется как возможностью применения ряда критериев, так и безусловной целесообразностью варьирования основных параметров.

Критерии, используемые в анализе инвестиционной деятельности, можно разделить на две группы в зависимости от того, учитывается ли временной параметр:

1. основанные на дисконтированных оценках (динамические методы):

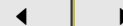
- (a) чистая приведенная стоимость – NPV (Net Present Value);
- (b) индекс рентабельности инвестиций – PI (Profitability Index);
- (c) внутренняя норма прибыли – IRR (Internal Rate of Return);



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 115 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 116 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- (d) модифицированная внутренняя норма прибыли – MIRR (Modified Internal Rate of Return);
- (e) дисконтированный срок окупаемости инвестиций DPP (Discounted Payback Period).

2. основанные на учетных оценках (статистические методы):

- (a) срок окупаемости инвестиций – PP (Payback Period);
- (b) коэффициент эффективности инвестиций – ARR (Accounted Rate of Return).

### Метод определения чистой текущей стоимости

Метод анализа инвестиций, основанный на определении чистой текущей стоимости, на которую может увеличиться рыночная стоимость фирмы в результате реализации инвестиционного проекта, исходит из двух предпосылок:

- а) любая организация стремится к максимизации своей рыночной стоимости;
- б) одновременные затраты имеют неодинаковую стоимость.

*Чистая текущая стоимость* – NPV (англ. Net Present Value) – это разница между суммой денежных поступлений от реализации проекта, приведенных к нулевому моменту времени, и суммой дисконтированных затрат, необходимых для реализации этого проекта.

Символом  $I_0$  (англ. Investment) обозначим первоначальное вложение средств, а CF (англ. Cash Flow) – поступления денежных средств (денежный поток) в конце периода  $t$ . Тогда формула расчета чистой текущей стоимости примет вид:

$$NPV = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} - I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - I_0 \quad (7.1)$$

Если чистая текущая стоимость проекта положительна, то это будет означать, что в результате реализации такого проекта стоимость фирмы возрастет и, следовательно, инвестирование пойдет ей на пользу, то есть проект может считаться приемлемым.

В действительности, однако, инвестор может столкнуться с ситуацией, когда проект предполагает не «разовые затраты – длительную отдачу», а «длительные затраты – длительную отдачу», т. е. более привычную для практики ситуацию, когда **инвестиции** осуществляются не одномоментно, а по частям – на протяжении нескольких месяцев или даже лет.

В этом случае формула принимает несколько иной вид:

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - \sum_{i=0}^n \frac{I_t}{(1+k)^t} \quad (7.2)$$

где  $I_t$  – инвестиционные затраты в период  $t$ .

Ставка дисконтирования  $k$  – это ожидаемая прибыльность (рентабельность) инвестиционного проекта. На практике часто при оценке  $k$  используется ставка по альтернативным вложениям капитала, т. е. уровень доходности инвестируемых средств, который может быть обеспечен при помещении их в общедоступные финансовые институты (банки, финансовые компании и т. д.)

Очевидно, что если:  $NPV > 0$ , то проект следует принять;  $NPV < 0$ , то проект следует отвергнуть;  $NPV = 0$ , то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Широкая распространенность метода оценки приемлемости инвестиций на основе  $NPV$  обусловлена тем, что этот критерий обладает достаточной устойчивостью при разных комбинациях исходных условий, позволяя во всех случаях находить экономически рациональное решение.

### Метод расчета рентабельности инвестиций

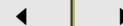
*Рентабельность инвестиций* – PI (англ. Profitability Index) – это показатель, позволяющий определить, в какой мере возрастает стоимость фирмы (богатство инвестора) в расчете на 1 руб. инвестиций. Расчет этого показателя рентабельности производится по формуле:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 117 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



$$PI = \left( \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} \right) / I_0 \quad (7.3)$$

где  $I_0$  – первоначальные **инвестиции**;  $F_t$  – денежные поступления в году  $t$ , которые будут получены благодаря этим инвестициям. Аналогично рассмотренной выше ситуации с показателем NPV., для случая «длительные затраты – длительная отдача» эта формула будет иметь несколько иной вид:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+k)^t}} \quad (7.4)$$

где  $I_t$  – **инвестиции** в году  $t$ .

Очевидно, что если NPV положительна, то и PI будет больше единицы, и наоборот. Таким образом, если расчет дает нам PI больше единицы, то такая инвестиция приемлема.

Необходимо обратить внимание на то, что PI, выступая как показатель абсолютной приемлемости инвестиций, в то же время предоставляет аналитику возможность для исследования инвестиционного проекта еще в двух аспектах.

Во-первых, с его помощью можно нащупать что-то вроде «меры устойчивости» такого проекта. Действительно, если мы рассчитали, что PI равен, допустим, 2, то рассматриваемый проект перестанет быть привлекательным для инвестора лишь в том случае, если его выгоды (будущие денежные поступления) окажутся, меньшими более чем в 2 раза (это и будет «запас прочности» проекта).

Во-вторых, PI дает аналитикам инвестиций надежный инструмент для ранжирования различных инвестиций с точки зрения их привлекательности.

### Метод расчета внутренней нормы прибыли



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 118 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

*Внутренняя норма прибыли, или внутренний коэффициент доходности инвестиций IRR* (англ. Internal Rate of Return), представляет собой, по существу, уровень доходности средств, направленных на цели инвестирования.

Если вернуться к описанным выше уравнениям, то IRR – это то значение  $k$  в этих уравнениях, при котором NPV будет равно нулю.

$$IRR = k, NPV = f(k) = 0$$

(7.5)

Смысл расчета данного коэффициента при анализе эффективности планируемых инвестиций заключается в следующем: IRR показывает максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть связаны с данным проектом. Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды коммерческого банка, то значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которой делает проект убыточным.

На практике любое предприятие финансирует свою деятельность, в том числе и инвестиционную, из различных источников. В качестве платы за пользование авансированными в деятельность предприятия финансовыми ресурсами оно уплачивает проценты, дивиденды, вознаграждения и т. п., то есть несет некоторые обоснованные расходы на поддержание своего экономического потенциала.

Показатель, характеризующий относительный уровень этих расходов, можно называть *ценой авансированного капитала (CC)*. Этот показатель отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал, его рентабельность и рассчитывается по формуле средней арифметической взвешенной.

Экономический смысл этого показателя заключается в следующем: предприятие может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя CC (или цены источника средств для данного проекта, если он имеет целевой источник). Именно с ним срав-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 119 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

нивается показатель IRR, рассчитанный для конкретного проекта. При этом связь между ними такова:

- если  $IRR > CC$ , то проект следует принять;
- $IRR < CC$  – проект следует отвергнуть;
- $IRR = CC$  – проект ни прибыльный, ни убыточный.

Так как показатель IRR является корнем уравнения  $NPV = 0$ , а функция  $NPV = f(k)$  представляет собой алгебраическое уравнение n-ой степени, где n – число лет реализации проекта, для расчета IRR на практике используются либо специализированные финансовые калькуляторы, либо финансовые функции электронных таблиц Excel, Lotus, SUPERCALC.

Если в распоряжении аналитика нет специализированных программ, то в этом случае применяется метод последовательных итераций с использованием табулированных значений дисконтирующих множителей. Для этого с помощью таблиц выбираются два значения коэффициента дисконтирования  $k_1 < k_2$  таким образом, чтобы в интервале  $(k_1, k_2)$  функция  $NPV = f(k)$  меняла свое значение с «+» на «-» или с «-» на «+».

Далее применяют формулу:

$$IRR = k_1 + \frac{f(k_1)}{f(k_1) - f(k_2)} \times (k_2 - k_1) \quad (7.6)$$

где  $k_1$  – значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором  $f(k_1) > 0$  ( $f(k_1) < 0$ );

$k_2$  – значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором  $f(k_2) > 0$  ( $f(k_2) < 0$ ).

Недостатком критерия IRR является то, что он не может использоваться при анализе инвестиционных проектов с неординарными потоками платежей. В ординарном инвестиционном проекте один или несколько оттоков сменяются серией поступлений



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 120 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



денежных средств. Если же в проекте предполагается отток денежных средств в ходе его реализации или по окончании, этот поток называется неординарным.

Поэтому в качестве критерия эффективности неординарных потоков используется показатель MIRR (англ. modified IRR).

Если все **инвестиции** имеют место при  $t = 0$ , а первый приток происходит при  $t = 1$ , то MIRR определяется из уравнения:

$$\sum_{i=0}^n \frac{I_t}{(1+k)^t} = \frac{\sum_{i=1}^n CF_t(1+k)^{(n-1)}}{(1+MIRR)^n} \quad (7.7)$$



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 121 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

## Метод расчета периода окупаемости инвестиций

Метод расчета периода (срока) окупаемости *PP* (англ. *Payback Period*) инвестиций состоит в определении того срока, который понадобится для возмещения суммы первоначальных инвестиций. Если величины денежных поступлений примерно равны по годам, формула расчета периода окупаемости имеет вид:

$$PP = \frac{I_0}{CF_t} \quad (7.8)$$

где *PP* – период окупаемости (лет);  
*I*<sub>0</sub> – первоначальные **инвестиции**;  
*F*<sub>*t*</sub> – среднегодовая сумма денежных поступлений от реализации инвестиционного проекта.

### Пример

Если мы имеем дело с инвестиционным проектом, предполагающим инвестирование 600 млн. руб. и получение затем в течение 8 лет денежных поступлений в размере 150 млн. руб. ежегодно, то нетрудно подсчитать, что период окупаемости составит:

$$600/150 = 4 \text{ года.}$$

Следовательно, сумма первоначальных инвестиций будет возмещена за 4 года, а потом – еще 4 года – инвестор будет получать чистый доход от такой **инвестиции**.

Если поток доходов неравномерный, расчет показателя *PP* предполагает определение величины денежных поступлений от реализации проекта нарастающим итогом, т. е. как кумулятивной величины.

*Пример* Возьмем тот же **инвестиционный проект**, что мы рассматривали выше, но предположим, что денежные поступления по нему существенно различаются, нарастая со временем, так что по годам они составляют: 1-й год – 50 млн. руб., 2-й год – 100 млн. руб.,



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 122 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

3-й год – 200 млн. руб.,

4-й год – 250 млн. руб.,

5-й год – 300 млн. руб. и т. д.

Тогда расчет периода окупаемости будет предполагать пошаговое (с шагом в год или иной расчетный период, принятый для анализа данного проекта инвестиций) суммирование годовых сумм денежных поступлений до тех пор, пока результат не станет равным сумме инвестиций.

Так, в нашем примере можно подсчитать, что период окупаемости инвестиций составит 4 года, так как именно за этот период денежные поступления ( $50 + 100 + 200 + 250$ ) достигнут величины первоначальных инвестиций в 600 млн. руб.

Если период окупаемости рассчитывается на основе нарастающей суммы денежных поступлений, то может возникнуть ситуация, когда срок накопления суммы, равной первоначальным инвестициям, не кратен целому числу лет (как удачно получилось в приведенном выше примере).

Допустим, например, что в том же рассмотренном нами выше проекте инвестирования денежные поступления по годам сложатся по-другому;

1-й год – 100 млн. руб.,

2-й год – 150 млн. руб.,

3-й год – 200 млн. руб.,

4-й год – 300 млн. руб.,

5-й год – 350 млн. руб. и т. д.

Легко подсчитать, что в этом случае кумулятивная сумма денежных поступлений за 3 года меньше величины инвестиций, а за 4 года – больше. Чтобы определить в такой ситуации точный период окупаемости инвестиций, надо:

1. найти кумулятивную сумму денежных поступлений за целое число периодов, при котором такая сумма оказывается наиболее близкой к величине инвестиций, но меньше ее (в нашем примере это 3 года, т. к. сумма за 4 года больше величины инвестиций);



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 123 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



2. определить, какая часть суммы инвестиций осталась еще непокрытой денежными поступлениями. В нашем примере это будет 150 млн. руб.  $[600 - (100 + 150 + 200)]$ ;
3. поделить этот непокрытый остаток суммы инвестиций на величину денежных поступлений в следующем целом периоде, чтобы определить, какую часть остаток составляет от этой величины. Полученный результат будет характеризовать ту долю данного периода, которая в сумме с предыдущими целыми периодами и образует общую величину периода окупаемости.

Так, в нашем примере 150 млн. руб. составляют 0,5 суммы денежных поступлений в 4-м году реализации инвестиционного проекта, и, следовательно, общий срок окупаемости будет равен здесь трем с половиной годам.

Следует заметить, что при расчете показателя РР на практике рекомендуется учитывать временной аспект. В этом случае в расчет принимаются дисконтированные денежные потоки. В результате срок окупаемости увеличивается.

### Метод определения бухгалтерской рентабельности инвестиций

Показатель бухгалтерской рентабельности инвестиций *ROI* (англ. *Return On Investment*) иногда в литературе носит название средней нормы прибыли на *инвестиции* *ARR* (англ. *Average Rate of Return*) или расчетной нормы прибыли *ARR* (англ. *Accounting Rate of Return*). Данный показатель ориентирован на оценку инвестиций на основе не денежных поступлений, а бухгалтерского показателя – дохода фирмы.

Исходя из названий, этот показатель представляет собой отношение средней величины дохода фирмы по бухгалтерской отчетности к средней величине инвестиций. При этом расчет бухгалтерской рентабельности инвестиций ведется на основе дохода до процентных и налоговых платежей – *EBIT* (англ. *Earnings Before Interest and Tax*) или дохода после налоговых, но до процентных платежей, равного производству *EBIT* и разности между единицей и ставкой налогообложения  $H : EBIT(1-H)$ .

Чаще, однако, используется величина дохода после налогообложения, так как она лучше характеризует ту выгоду, которую получают владельцы фирмы и инве-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 124 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

сторы. Соответственно, используя ROI при подготовке или анализе инвестиционного проекта, необходимо оговаривать или выяснять, по какой методике этот показатель рассчитывается.

Что касается величины инвестиций, по отношению к которой определяется рентабельность, то ее находят как среднее между учетной стоимостью активов ( $a$ ) на начало и конец рассматриваемого периода. Отсюда формула расчета бухгалтерской рентабельности инвестиций имеет вид:

$$ROI = \frac{EBIT \times (1 - H)}{(C_a^H - C_a^K) \div 2} \quad (7.9)$$

Чтобы лучше понять процедуру расчета бухгалтерской рентабельности инвестиций, рассмотрим следующий пример.

**Пример.** Предположим, что АО «Белдизель» планирует закупить новую линию по производству деталей двигателя стоимостью 1 млрд. руб., имеющую расчетный срок эксплуатации 10 лет. По расчетам это обеспечит АО экономию затрат и, соответственно, дополнительную ежегодную прибыль в размере 200 млн. руб. (без вычета налогов и процентов за кредит). При ставке налогообложения на уровне, допустим, 40 % величина годового бухгалтерского дохода за вычетом налогов составит в расчете:

$$200 \times (1 - 0,40) = 120 \text{ млн. руб.}$$

Продажу линии по остаточной стоимости после истечения срока ее эксплуатации АО не планирует, а значит, за 10 лет ее стоимость должна быть полностью списана в амортизацию, и, следовательно, конечная стоимость этих активов должна быть нами принята нулевой. Тогда ROI для данного проекта составит:

$$ROI = 120 / [(1000 - 0) / 2] = 0,24 \text{ или } 24\%.$$



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 125 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Применение показателя ROI основано на сопоставлении его расчетного уровня рентабельности, например, средним уровнем рентабельности к активам или стандартным уровнем рентабельности инвестиций (если для себя организация его установила в каком-либо программном документе). Соответственно, рассматриваемый проект оценивается на основе ROI как приемлемый, если для него расчетный уровень этого показателя превышает величину рентабельности, принятую инвестором как стандарт.

### 7.3 Контрольно-тренировочные задания

**Пример 1.** Требуется проанализировать **инвестиционный проект** со следующими характеристиками (млн. руб.): 150,30,70,70,45. Рассмотрим два случая:

- цена капитала 12 %;
- ожидается, что цена капитала будет меняться по годам следующим образом: 12 %, 13 %, 14 %, 14 %.

В случае:

- воспользуемся формулой определения NPV:

NPV = 11,0 млн. руб., т. е. проект является приемлемым;

- NPV находится прямым подсчетом:

$$NPV = -150 + \frac{30}{1,12} + \frac{70}{1,12 \times 1,13} + \frac{70}{1,12 \times 1,13 \times 1,14} + \frac{30}{1,12 \times 1,13 \times 1,14^2} = -1,2$$

т. е. проект убыточен.

**Пример 2.** Требуется рассчитать значение показателя IRR для проекта со сроком реализации 3 года (в млн. руб.): 10, 3, 4, 7.

Возьмем два произвольных значения коэффициента дисконтирования:  $r = 10\%$ ,  $r = 20\%$ . Соответствующие расчеты с использованием табулированных значений приведены в таблице.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 126 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



Год	Поток	Расчет 1		Расчет 2		Расчет 3		Расчет 4	
		R = 10 %	PV	R = 20 %	PV	R = 16 %	PV	R = 17 %	PV
0	-10	1,000	-10,00	1,000	-10,00	1,000	-10,00	1,000	-10,00
1	3	0,909	2,75	0,833	2,50	0,862	2,59	0,855	2,57
2	4	0,826	3,30	0,694	2,78	0,743	2,97	0,731	2,92
3	7	0,751	5,26	0,579	4,05	0,641	4,49	0,624	4,37
-	-	-	1,29	-	-0,67	-	0,05	-	-0,14

Значение IRR вычисляется по формуле следующим образом:

$$IRR = 10\% + \frac{1,29}{1,29 - (-0,67)} \times (20\% - 10\%) = 16,6\%$$

Можно уточнить полученное значение. Допустим, что путем нескольких итераций мы определили ближайшие целые значения коэффициента дисконтирования, при которых NPV меняет знак: при  $r = 16\%$   $NPV = +0,05$ ; при  $r = 17\%$   $NPV = -0,14$ . Тогда уточненное значение IRR будет равно:

$$IRR = 16\% + \frac{0,05}{0,05 - (-0,14)} \times (17\% - 16\%) = 16,26\%$$

### Контрольные вопросы и задачи

1. Приведите классификацию методов оценки инвестиционных проектов, достоинства и недостатки этих методов.
2. Какой из методов оценки наиболее распространен в аналитической работе и почему?
3. Какие из методов оценки проектов взаимосвязаны между собой и почему?
4. В чем принципиальное различие между критериями IRR и MIRR? Какие преимущества перед IRR имеет MIRR?



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 127 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

5. Предположим, что фирма оценивает две взаимоисключающие инвестиционные альтернативы. Ожидаемая доходность по проекту L 15 %, а по проекту H – 18 %. Какому из этих проектов следует отдать предпочтение? Почему?
6. Проект, требующий инвестиций в размере 160000 у. е., предполагает получение годового дохода в размере 30000 у. е. на протяжении пятнадцати лет. Оцените целесообразность такой **инвестиции**, если коэффициент дисконтирования 15 %.
7. Проект, рассчитанный на пятнадцать лет, требует инвестиций в размере 150000 у. е. В первые пять лет никаких поступлений не ожидается, однако в последние 10 лет ежегодный доход составит 50000 у. е. Следует ли принять этот проект, если коэффициент дисконтирования равен 15 %?
8. Анализируются проекты (млн. руб.):

Проекты	IC	C1	C2
А	-4000	2500	3000
Б	-2000	1200	1500

1. Ранжируйте проекты по критериям IRR, PP, NPV, если  $r = 10\%$ .

Показатели	П1	П2
Цена	9500	13000
Генерируемый годовой доход	2100	2250
Срок эксплуатации	8 лет	12 лет
Ликвидационная стоимость	500	800
Требуемая норма прибыли	11 %	11 %

Обоснуйте целесообразность приобретения той или иной технологической линии.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 128 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

2. Объем инвестиционных возможностей компании ограничен 90000 у. е. Имеется возможность выбора из следующих шести проектов:

Проекты	IC	IRR	NPV
A	-30000	13,6 %	2822
B	-20000	19,4 %	2562
C	-50000	12,5 %	3214
D	-10000	21,9 %	2679
E	-20000	15,0 %	909
F	-40000	15,6 %	4509

Предполагаемая цена капитала – 10 %. Сформируйте оптимальный портфель по критериям: (а) NPV; (б) IRR; (в) PI.

3. Стартовая стоимость объекта лизинга – 3960 у. е., период полной амортизации – 12 месяцев, равномерно по месяцам, учетная ставка ЦБ – 17% годовых, ежемесячные отчисления на покрытие издержек по оказанию кредитных и других услуг – 5% в месяц от фактически задействованных финансовых средств. Составьте график лизинговых платежей и определите общую сумму расходов лизингополучателя. Выявите преимущество получения оборудования по лизингу по сравнению с приобретением его за счет кредита.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 129 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



## Тема 8. ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

### 8.1 Содержание, цель и задачи управления портфелем реальных инвестиций

Инвестиционный портфель предприятия представляет собой набор входящих в него реальных проектов и программ, принятых к рассмотрению на предмет реализации. Ключевой целью управления им является наиболее эффективная реализация инвестиционной стратегии предприятия на различных этапах его развития. Формируя портфель, инвестор должен найти ответы на следующие вопросы в рамках выбранной им инвестиционной стратегии. Какие конкретные проекты следует принять предприятию? Каков общий объем капитальных вложений необходимо предусмотреть в инвестиционном плане и бюджете? Из каких источников может финансироваться инвестиционный портфель предприятия?

Ответы на данные вопросы тесно связаны. Проблема не сводится к обычному решению того, какие виды капитальных затрат финансировать из имеющихся источников средств, поскольку объем привлечения заемных средств находится под контролем руководства предприятия. Поэтому решения о выборе инвестиционного проекта и источниках его финансирования в идеальном случае должны приниматься одновременно. Аналогично критерий отбора проекта не может быть установлен без учета стоимости капитала (собственного и привлеченного с финансового рынка), необходимого для его реализации. Анализ эффективности сформированного инвестиционного портфеля позволяет дать правильные ответы на эти вопросы.

При управлении портфелем реальных инвестиций необходимо учитывать следующие особенности капитальных вложений:

1. Их осуществление сопряжено со значительными материальными и денежными затратами.
2. Отдача от капиталовложений может быть получена в течение ряда лет в буду-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 130 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

щем.

3. В прогнозе результатов капиталовложений обязательно присутствуют элементы риска и неопределенности.
4. Те **инвестиции**, которые обычно рассматривают как капитальные вложения, предполагают расширение производственных мощностей, приобретение нового оборудования или иные капитальные затраты, непосредственно связанные с повышением способности предприятия достичь своих стратегических и тактических целей.

В процессе достижения ключевой цели инвестиционной деятельности решают ряд задач.

1. *Повышение темпов экономического развития предприятия.* Между эффективностью инвестиционной политики и темпами экономического развития предприятия существует прямая связь. Чем выше объем продаж и прибыли, тем больше при прочих равных условиях остается средств на капиталовложения. На практике это условие не всегда соблюдается. Многое зависит от цен на приобретаемые материально-технические ресурсы, уровня налогообложения прибыли, средней процентной ставки за кредит на рынке капитала, принятой предприятием нормы распределения чистой прибыли на развитие производства и выплату дивидендов акционерами и других факторов. Если эти факторы в период реализации инвестиционной политики относительно стабильны, тогда при увеличении объема продаж предприятие сможет оставить в своем распоряжении большую массу чистой прибыли и направить ее на цели накопления основного капитала, т. е. на капиталовложения.

2. *Максимизация прибыли (дохода) от инвестиционной деятельности.* Возможности экономического развития предприятия зависят от объемов не бухгалтерской, а чистой прибыли, остающейся после налогообложения. Поэтому при наличии в портфеле нескольких инвестиционных проектов рекомендуют выбирать проект, который обеспечивает инвестору наибольшую норму чистой прибыли на вложенный капитал. В инвестиционном анализе для оценки эффективности инвестиций используют не



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 131 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

только показатель чистой прибыли, но и амортизационные отчисления, т. е. учитывают весь денежный поток, генерируемый проектом.

3. *Минимизация рисков.* Инвестиционные риски многообразны и сопутствуют всем видам инвестирования. При неблагоприятных условиях они могут вызвать не только потерю прибыли (дохода) от инвестиций, но и всего авансированного капитала или его части. Поэтому рекомендуется ограничивать инвестиционные риски путем отказа от реализации наиболее рискованных проектов. Во многих случаях инвесторы фактически игнорируют риск, по крайней мере при формальном анализе проекта. Результаты анализа часто принимают форму однозначных оценок, а риск учитывают интуитивно. Например, проект обещает принести чистый дисконтированный доход в сумме 10 млн. руб., однако его отвергают, так как при обсуждении руководители предприятия пришли к выводу, что проект слишком рискованный. Сущность однозначного подхода заключается в том, что не делают реальных попыток количественной оценки проектного риска (например, с помощью расчета разброса ожидаемого дохода от проекта). Данный недостаток заставляет многих руководителей искать другие методы оценки неопределенности, например, математической статистики аналогов и др.

4. *Обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия.* Капитальное инвестирование связано с отвлечением финансовых ресурсов в больших размерах и на длительный срок, что может привести к дефициту ликвидных средств для расчетов по текущим хозяйственным операциям. Кроме того, финансирование отдельных проектов осуществляют за счет привлеченных заемных средств. Резкое увеличение последних в пассиве баланса предприятия способно привести к потере финансовой устойчивости в долгосрочном периоде. Поэтому, определяя источники финансирования капиталовложений, следует заранее прогнозировать, какое влияние схема финансирования окажет на финансовое равновесие предприятия. Основные объекты наблюдения за финансовым состоянием предприятия в процессе капитального инвестирования следующие:



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 132 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



- чистый денежный поток от всех видов деятельности (приток денежных средств минус их отток);
- структура капитала (соотношение между собственным и привлеченным капиталом);
- рыночная стоимость (цена) предприятия;
- состав долгосрочных и краткосрочных обязательств по срокам погашения;
- состав и структура активов;
- состав текущих (эксплуатационных) расходов и возможности их снижения;
- степень концентрации финансовых операций в зонах повышенного риска;
- динамика дебиторской и кредиторской задолженности;
- эффективность внедрения финансового и инвестиционного менеджмента;
- продолжительность осуществления строительно-монтажных работ и выполнение графиков их производства;
- уровень освоения производственных мощностей по вновь введенным объектам и пусковым комплексам;
- обеспеченность строительного процесса необходимым финансированием (как внутренним, так и внешним).

5. *Ускорение реализации инвестиционных проектов.* Намечаемые к реализации проекты должны быть выполнены как можно быстрее, поскольку тем самым достигается:

- ускорение экономического развития предприятия в целом;
- скорейшее формирование дополнительного денежного потока в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений, который служит источником возмещения первоначальных инвестиций;
- сокращение сроков использования заемных средств, что позволяет инвестору экономить на процентных платежах кредиторам;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 133 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

- снижение инвестиционных рисков, связанных с неблагоприятным изменением рыночной конъюнктуры, а также потерь от инфляции.

Все перечисленные задачи управления инвестиционным портфелем тесно взаимосвязаны. Так, высоких темпов развития предприятия можно достигнуть за счет подбора высокодоходных проектов и ускорения их реализации. В свою очередь, максимизация прибыли (дохода) от инвестиций сопровождается ростом инвестиционных рисков, что требует их нейтрализации. Минимизация данных рисков выступает важнейшим условием обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в процессе инвестиционной деятельности. Следовательно, приоритетной задачей управления инвестиционным портфелем является не максимизация прибыли от проектов, а обеспечение высоких темпов экономического развития предприятия при достаточной его финансовой стабильности.

С учетом перечисленных выше задач определяют программу действий по формированию и реализации портфеля реальных инвестиций. Она заключается в следующем:

- исследование внешней инвестиционной среды и прогнозирование конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров;
- разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности предприятий;
- определение стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранной стратегии;
- поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных проектов по критериям доходности, безопасности, ликвидности и окупаемости капитальных затрат и отбор наиболее приоритетных из них;
- формирование инвестиционного портфеля и его анализ по выбранным критериям эффективности;
- текущее планирование и оперативное управление процессом реализации проектов (составление календарных планов и бюджетов реализации проектов);



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 134 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- подготовка решений о выходе из неэффективных инвестиционных проектов и reinvestировании высвобождающегося капитала.

Если фактическая эффективность инвестиционного портфеля окажется ниже ожидаемой, то принимают решение о выходе из проекта и определяют формы такого выхода (продажа активов, акционирование и т. д.). Только после этого подбирают новые высокоэффективные проекты, отвечающие интересам инвестора.

## 8.2 Правила инвестирования

Наиболее общими условиями успеха во всех формах инвестирования являются:

- сбор необходимой информации;
- прогнозирование перспектив рыночной конъюнктуры по интересующим инвестора объектам;
- выбор стратегии поведения на рынке инвестиционных товаров;
- гибкая текущая корректировка инвестиционной тактики, а подчас и стратегии.

Выбор наиболее эффективного способа инвестирования начинается с четкого определения возможных вариантов.

Альтернативные проекты поочередно сравнивают друг с другом и выбирают наилучший из них с точки зрения доходности, безопасности и надежности. При решении вопроса об инвестировании целесообразно определить, куда выгоднее вкладывать капитал: в производство, недвижимость, ценные бумаги, приобретение товаров для перепродажи или в валюту. Поэтому при инвестировании рекомендуют соблюдать следующие правила, выработанные практикой.

1. *Принцип финансового соотношения сроков («золотое банковское правило»)* гласит: получение и расходование средств должны происходить в установленные сроки, а капитальные вложения с длительными сроками окупаемости целесообразно финансировать за счет долгосрочных заемных средств (долгосрочных банковских кредитов и облигационных займов с длительными сроками погашения). 2. *Принцип*



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 135 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



*сбалансированности рисков* – особенно рисковые **инвестиции** целесообразно финансировать за счет собственных средств (чистой прибыли и амортизационных отчислений). В данном случае предприятие соблюдает принцип самофинансирования и не связывает себя дополнительными долговыми обязательствами. 3. *Правило предельной рентабельности* – рекомендуют выбирать такие капитальные вложения, которые обеспечивают инвестору достижение максимальной (предельной) доходности. Западные ученые-экономисты полагают, что стремление компании максимизировать прибыль (следовательно, норму доходности на капитал) равносильно желанию руководства увеличить благосостояние акционеров. Поясним данное утверждение. Большинство целей, которые противоречат максимизации прибыли, являются фактически второстепенными. Акционеры как владельцы компании обязаны знать, какую цену заплатят они за достижение других целей (например, лидерство в конкурентной борьбе). Кроме того, дирекция компании отчитывается перед акционерами. Если деятельность руководства не принесет им приемлемой прибыли на вложенный капитал, то оно может быть заменено, или фирма станет объектом поглощения. Следовательно, критерий принятия инвестиционных решений на основе максимизации прибыли может быть использован для оценки эффективности работы компании (если абстрагироваться от последующего распределения прибыли). Это особенно важно, так как до настоящего времени не было предложено более наглядного способа измерения эффективности компании и иной альтернативной цели, обеспечивающей долгосрочное благосостояние акционеров и общества в целом. 4. *Чистая прибыль от данного вложения капитала должна превышать ее величину от помещения денежных средств на банковский депозит*, т. е.:

$$P_{и} > C_{дп} \quad (8.1)$$

где  $P_{и}$  – рентабельность инвестиций,  $C_{дп}$  – ставка депозитного процента, учитывающая темп инфляции, %.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 136 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть

$$P_{и} = (\overline{\text{ЧП}} / \text{И}) \times 100 \quad (8.2)$$

где  $\overline{\text{ЧП}}$  – чистая прибыль, полученная от инвестирования средств в конкретный проект;

И – объем инвестированных средств.

4. *Рентабельность инвестиций всегда должна быть выше среднегодового темпа инфляции:*

$$P_{и} > T_{и} \quad (8.3)$$

где  $T_{и}$  – среднегодовой темп инфляции, %.

6. *Рентабельность конкретного инвестиционного проекта с учетом фактора времени (временной стоимости денег) всегда больше доходности альтернативных проектов.*

7. *Рентабельность активов предприятия после реализации проекта увеличивается и в любом случае превышает среднюю ставку банковского процента:*

$$P_{а} > \overline{\text{СП}} \quad (8.4)$$

где  $P_{а}$  – рентабельность активов, %;

$\overline{\text{СП}}$  – средняя ставка банковского процента на кредитном рынке, %.

8. *Рассмотренный проект должен соответствовать главной стратегии поведения предприятия на товарном рынке с точки зрения формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроков окупаемости инвестиционных затрат, наличия финансовых источников покрытия издержек производства*



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 137 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

и обращения и обеспечения стабильности поступления доходов в течение периода эксплуатации проекта.

Инвестиции в реальные проекты – длительный по времени процесс. Поэтому при их оценке необходимо учитывать:

- а) рискованность проектов – чем длиннее срок окупаемости затрат, тем выше инвестиционный риск;
- б) временную стоимость денег, так как с течением времени деньги теряют свою ценность вследствие инфляции;
- в) привлекательность проекта по сравнению с альтернативными вариантами вложения капитала с точки зрения максимизации дохода и роста курсовой стоимости акций компании при минимальном уровне риска, так как эта цель для инвестора определяющая.

Используя указанные правила на практике, инвестор может принять обоснованное решение, отвечающее его стратегическим целям.

### 8.3 Цена и определение средневзвешенной стоимости капитала

Каждому предприятию необходимы денежные средства, чтобы финансировать свою производственно-торговую деятельность. Исходя из продолжительности функционирования в данной конкретной форме активы и пассивы классифицируют на краткосрочные и долгосрочные.

Мобилизация того или иного источника средств связана для предприятия с определенными расходами:

- акционерам следует выплачивать дивиденды;
- владельцам корпоративных облигаций – проценты;
- банкам – проценты за предоставленные ими кредиты и др.

Общую величину средств, которую следует уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженную в процентах к этому объему, назы-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 138 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



вают «ценой капитала». В идеальном случае предполагается, что оборотные активы финансируют за счет краткосрочных обязательств, а внеоборотные – за счет долгосрочных обязательств. Поэтому оптимизируется общая сумма затрат на привлечение различных источников.

Концепция «цены» является ключевой в теории капитала. Она характеризует ту норму доходности инвестируемого капитала, которую должно обеспечить предприятие, чтобы не снизить свою рыночную стоимость.

На практике следует различать два понятия.

1. Цена капитала данного предприятия.
2. Цена действующего предприятия в целом как хозяйствующего субъекта на рынке капитала.

Первое понятие количественно выражают в сложившихся на предприятии относительных годовых расходах по обслуживанию долга перед собственниками (акционерами) и кредиторами. Второе выражают различными параметрами, в частности стоимостью активов, объемом собственного капитала, прибыли и др. Оба понятия количественно взаимосвязаны. Так, если предприятие участвует в реализации инвестиционного проекта, рентабельность которого ниже «цены» капитала, то стоимость компании после завершения данного проекта понизится. Поэтому менеджеры компании учитывают «цену» капитала в процессе принятия инвестиционных решений. В пассиве баланса показывают как собственные, так и заемные источники средств. Структура данных источников существенно различается по видам предприятий, отраслям хозяйства, формам собственности и сферам предпринимательской деятельности. Неодинакова также цена каждого источника средств, поэтому «цену» (стоимость) капитала предприятия исчисляют обычно по средней арифметической взвешенной.

Основная сложность заключается в вычислении стоимости единицы капитала, полученного за счет конкретного источника средств. Для некоторых источников «цену» капитала можно определить достаточно точно (например, цена акционерного



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 139 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

капитала, банковского кредита, облигационного займа и т. д.). По другим источникам средств выполнить такие расчеты довольно сложно (например, по нераспределенной прибыли, кредиторской задолженности др.). По внешнему признаку нераспределенная (реинвестируемая) прибыль кажется бесплатным источником финансирования предприятия, но это не так. Нераспределенная прибыль принадлежит собственникам (акционерам) предприятия. Именно они решают, вложить ли ее в производство или направить на выплату дивидендов. Поэтому нераспределенную прибыль следует рассматривать как элемент капитала, вкладывая в который свои деньги, акционеры хотели бы получить дополнительный доход. Поэтому стоимость нераспределенной прибыли совпадает с ценой капитала, полученного от размещения обыкновенных акций. Предприятие несет дополнительные затраты, связанные с выпуском и размещением нового выпуска обыкновенных акций. При мобилизации внутреннего источника финансирования в форме нераспределенной прибыли такие затраты отсутствуют.

Тогда можно записать:

$$P_{\text{нп}} = P_{\text{оа}} \quad (8.5)$$

где  $P_{\text{нп}}$  – цена (стоимость) нераспределенной прибыли;

$P_{\text{оа}}$  – цена (стоимость) привлечения акционерного капитала в форме дополнительной эмиссии обыкновенных акций.

Зная даже ориентировочную величину «цены» капитала, можно осуществить сравнительный анализ эффективности авансированных средств, включая оценку инвестиционных проектов.

*Средневзвешенная стоимость капитала (ССК)* представляет собой минимальную норму прибыли, которую ожидают инвесторы от своих вложений. Выбранные для реализации проекты должны обеспечивать хотя бы не меньшую рентабельность,



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 140 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

чем ССК. Рассчитывают ССК как средневзвешенную величину из индивидуальных стоимостей (цен), в которые обходится предприятию привлечение различных видов источников средств

1. Акционерного капитала, состоящего из стоимости обыкновенных и привилегированных акций.
2. Облигационных займов.
3. Банковских кредитов.
4. Кредиторской задолженности и др.

Стандартная формула для вычисления ССК следующая:

$$ССК = \sum C_i \times Y_i \quad (8.6)$$

где  $C_i$  – цена  $i$ -того источника средств, %;  $Y_i$  – удельный вес  $i$ -го источника средств в общем объеме капитала, доли единицы.

Первый этап в определении ССК – вычисление индивидуальных стоимостей перечисленных видов финансовых ресурсов. Второй этап – перемножение каждой из полученных цен на удельный вес ресурса в общей сумме источников средств. Третий этап – суммирование полученных результатов.

С точки зрения риска ССК определяют как безрисковую часть нормы прибыли на вложенный капитал, которая обычно равна средней норме доходности по облигациям.

Концепция ССК многогранна и связана с многочисленными вычислениями. В повседневной практике возможен экспресс-анализ, в котором за ССК принимают среднюю ставку банковского процента. Такой подход вполне логичен, так как при выборе варианта инвестирования ожидаемая норма прибыли (рентабельность инвестиций) должна быть выше, т. е.  $P_{и} > СП$ . ССК используют в инвестиционном анализе при отборе проектов к реализации:



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 141 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



1. Для дисконтирования денежных потоков в целях исчисления чистой текущей стоимости (ЧТС) проектов. Если  $ЧТС > 0$ , то проект допускают к дальнейшему рассмотрению.

2. При сопоставлении с внутренней нормой доходности (ВНД) проектов. Если  $ВНД > ССК$ , то проект может быть осуществлен как обеспечивающий удовлетворение интересов инвесторов и кредиторов. При условии  $ВНД = ССК$  предприятие безразлично к данному проекту. При условии  $ВНД < ССК$  проект отвергают.

Пример расчета ССК приведен в таблице 8.1.

Таблица 8.1 – Расчет ССК по акционерной компании

<b>Источники средств</b>	<b>Средняя стоимость источника для компании, среднегодовой процент</b>	<b>Удельный вес источника в пассиве баланса, доли единицы</b>
1	2	3
Обыкновенные акции	28	0,50
Привилегированные акции	15	0,10
Корпоративные облигации	20	0,05
Краткосрочные кредиты банков	30	0,20
Кредиторская задолженность	10	0,15
<b>ИТОГО</b>	-	1,0

Из ее данных следует, что  $ССК = 24\%(28 \times 0,5 + 15 \times 0,1 + 20 \times 0,05 + 30 \times 0,2 + 10 \times 0,15)$ . Учетная ставка Центрального банка в 2011 г. составляла 25 %. Следовательно, привлечение капитала в указанных выше пропорциях для компании



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 142 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

выгодно, так как  $ССК < СП$  ( $24\% < 25\%$ ).

Определив  $ССК$ , можно переходить к оценке инвестиционных проектов, имея в виду, что рентабельность инвестиций должна быть выше средневзвешенной стоимости капитала.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 143 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

## Тема 9. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ

### 9.1 Формы финансовых инвестиций и особенности управления ими

Финансовые **инвестиции** рассматриваются как активная форма эффективного использования временно свободного капитала или как инструмент реализации стратегических целей, связанных с диверсификацией операционной деятельности предприятия.

*Финансовое инвестирование осуществляется в следующих основных формах:*

1. *Вложение капитала в уставные фонды совместных предприятий.* Эта форма финансового инвестирования имеет наиболее тесную связь с производственной деятельностью предприятия. Она обеспечивает упрочение стратегических хозяйственных связей с поставщиками сырья и материалов (при участии в их уставном капитале); развитие своей производственной инфраструктуры (при вложении капитала в транспортные и другие аналогичные предприятия); расширение возможностей сбыта продукции или проникновение на другие региональные рынки (путем вложения капитала в уставные фонды предприятий торговли); различные формы отраслевой и товарной диверсификации операционной деятельности и другие стратегические направления развития предприятия. По своему содержанию эта форма финансового инвестирования во многом подменяет реальное инвестирование, являясь при этом менее капиталоемкой и более оперативной.

2. *Вложение капитала в доходные виды денежных инструментов.* Эта форма финансового инвестирования направлена прежде всего на эффективное использование временно свободных денежных активов предприятия. Основным видом денежных инструментов инвестирования является депозитный вклад в коммерческих банках. Как правило, эта форма используется для краткосрочного инвестирования капитала, и ее главной целью является генерирование инвестиционной прибыли.

3. *Вложение капитала в ценные бумаги.* Эта форма финансовых инвестиций является наиболее массовой и перспективной. Она характеризуется вложением капитала в



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 144 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



различные виды ценных бумаг, свободно обращающихся на финансовом рынке. Использование этой формы финансового инвестирования связано с широким выбором альтернативных инвестиционных решений.

Политика управления финансовыми инвестициями представляет собой часть общей инвестиционной политики предприятия, обеспечивающую выбор наиболее эффективных финансовых инструментов вложения капитала и своевременное его реинвестирование.

*Формирование политики управления финансовыми инвестициями осуществляется по следующим основным этапам:*

1. анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде;
2. определение объема финансового инвестирования в предстоящем периоде;
3. выбор форм финансового инвестирования;
4. оценка инвестиционных качеств отдельных финансовых инструментов. Основным показателем оценки выступает уровень их доходности;
5. формирование портфеля финансовых инвестиций (сформированный с учетом изложенных факторов портфель финансовых инвестиций должен быть оценен по соотношению уровня доходности, риска и ликвидности, чтобы убедиться в том, что по своим параметрам он соответствует тому типу портфеля, который определен целями его формирования; при необходимости усиления целенаправленности портфеля в него вносятся необходимые коррективы);
6. обеспечение эффективного оперативного управления портфелем финансовых инвестиций. Необходимо помнить, что при существенных изменениях конъюнктуры финансового рынка инвестиционные качества отдельных финансовых инструментов существенно снижаются.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 145 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

## 9.2 Основные финансовые инструменты. Анализ их доходности и оценка стоимости

В финансовом менеджменте анализ операций с ценными бумагами предполагает определение их основных характеристик: доходности, расчетных цен (курсов), динамики величин дисконта или премии, ряда других показателей. Оценка эффективности того или иного финансового инструмента инвестирования сводится к оценке реальной его стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему.

**Оценка стоимости облигаций** *Облигация* – это долговая ценная бумага, подтверждающая обязательство эмитента возместить владельцу ее номинальную стоимость в установленный срок и выплатить фиксированный доход.

Классификация облигаций достаточно разнообразна и зависит от положенного в ее основу признака. С точки зрения финансового анализа представляют интерес следующие классификации:

а) по сроку обращения различают краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 до 5 лет), долгосрочные (от 5 до 30 лет) и бессрочные облигации;

б) по форме выплаты дохода облигации делятся на купонные (с фиксированной или плавающей ставкой) и дисконтные (без периодических выплат доходов). Последние также часто называют облигациями с нулевым купоном (zero coupon bond). В ряде развитых стран имеют хождение облигации с выплатой процентов в момент погашения.

Любая облигация имеет следующие основные характеристики: номинальная стоимость (par value, face value), купонная ставка доходности (coupon rate), дата выпуска (date of issue), дата погашения (date of maturity), сумма погашения (redemption value). Важнейшую роль в анализе ценных бумаг играют дата и цена их приобретения, а также средняя продолжительность платежей (duration).

*Номинальная стоимость* – это сумма, указанная на бланке облигации или в проспекте эмиссии. Как правило, облигации выкупаются по номинальной стоимости.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 146 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Однако текущая цена облигации может не совпадать с номиналом и зависит от конъюнктуры рынка.

Если цена, уплаченная за облигацию, ниже номинала, говорят, что облигация продана со скидкой или с дисконтом (discount bond), а если выше – с премией (premium bond).

Для удобства сопоставления рыночных цен облигаций с различными номиналами в финансовой практике используется специальный показатель, называемый курсовой стоимостью или курсом ценной бумага. Под ним понимают текущую цену облигации в расчете на 100 ден. ед. ее номинала:

$$K = (P/N) \times 100 \quad (9.1)$$

где К – курс облигации;

Р – рыночная цена;

Н – номинал.

*Купонная норма доходности* – это процентная ставка, по которой владельцу облигации выплачивается периодический доход. Соответственно сумма периодического дохода равна произведению купонной ставки на номинал облигации и, как правило, выплачивается раз в год, полугодие или квартал.

*Дата погашения* – дата выкупа облигации эмитентом у ее владельца (как правило, по номиналу). Дата погашения указывается на бланке облигации. На практике в анализе важную роль играет общий срок обращения (maturity period) облигации, а также дата ее покупки (settlement date).

В процессе анализа эффективности операций с ценными бумагами для инвестора существенный интерес представляют более общие показатели – текущая доходность (current yield – Y) и доходность облигации к погашению (yield to maturity – YTM).



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 147 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



Текущая доходность облигации с фиксированной ставкой купона определяется как отношение периодического платежа к цене приобретения:

$$Y = (N \times k/P)100 \quad (9.2)$$

где  $N$  – номинал;

$P$  – цена покупки;

$k$  – годовая ставка купона.

Текущая доходность продаваемых облигаций меняется в соответствии с изменениями их цен на рынке. Однако с момента покупки она становится постоянной (зафиксированной) величиной, так как ставка купона остается неизменной.

Показатель текущей доходности не учитывает вторую составляющую поступлений от облигации – курсовую разницу между ценой покупки и погашения (как правило, номиналом). Поэтому он не пригоден для сравнения эффективности операций с различными исходными условиями.

В качестве меры общей эффективности инвестиций в облигации используется показатель доходности к погашению.

Доходность к погашению представляет собой процентную ставку (норму дисконта), устанавливающую равенство между текущей стоимостью потока платежей по облигации и ее рыночной ценой.

Расчет полной доходности – задача, обратная оценке облигации по известной курсовой ставке и при известном сроке погашения облигации. Другими словами, необходимо определить доходность облигации, купленной по данной цене.

Существуют правила, которые отражают взаимосвязи между стоимостью облигации, ставкой купона и рыночной ставкой (нормой доходности), между стоимостью облигации и сроком ее погашения:



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 148 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть

1. если рыночная ставка (норма доходности) выше ставки купона, текущая стоимость облигации будет меньше номинала (т. е. облигация будет продаваться с дисконтом);
2. если рыночная ставка меньше ставки купона, текущая стоимость облигации будет больше номинала (т. е. облигация будет продаваться с премией);
3. при равенстве купонной и рыночной ставок текущая стоимость облигации равна номиналу;
4. если рыночная ставка выше ставки купона, сумма дисконта по облигации будет уменьшаться по мере приближения срока погашения;
5. если рыночная ставка меньше ставки купона, величина премии по облигации будет уменьшаться по мере приближения срока погашения;
6. чем больше срок обращения облигации, тем чувствительнее ее цена к изменениям рыночной ставки.

Анализируя бескупонные облигации (облигации с нулевым купоном) следует отметить, что в отличие от купонных данный вид облигаций не предусматривает периодических выплат процентов. Поскольку доход по ним образуется в виде разницы между ценой покупки и ценой погашения, бескупонные облигации размещаются на рынках только со скидкой (с дисконтом). Соответственно рыночная цена такой облигации всегда ниже номинала. Иногда бескупонные облигации называют также дисконтными. Рынок бескупонных облигаций представлен в основном краткосрочными государственными облигациями.

Поскольку единственным источником дохода здесь является разница между ценой покупки и номиналом (ценой погашения), проведение операций с бескупонными облигациями порождает элементарный поток платежей. В данном случае подобный поток характеризуется следующими параметрами: ценой покупки  $P$  (современная стоимость облигациями), номиналом  $N$  (будущая стоимость), процентной ставкой  $r$  (норма доходности) и сроком погашения облигации  $n$ .

Доходность к погашению бескупонной облигации можно определить по формуле:



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 149 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

$$YTM = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1 \quad (9.3)$$

Доходность бескупонной облигации  $YTM$  находится в обратной зависимости по отношению к цене  $P$  и сроку погашения.

Процесс оценки стоимости бескупонной облигации заключается в определении современной величины элементарного потока платежей по известным значениям номинала  $N$ , процентной ставки  $r$  и срока погашения  $n$ .

Пусть  $r = YTM$ , тогда:

$$P = \frac{N}{(1+YTM)^n} \quad (9.4)$$

Поскольку номинал бескупонной облигации принимается за 100 %, ее курсовая стоимость равна:

$$K = 100 / (1 + YTM)^n \quad (9.5)$$

Цена бескупонной облигации связана обратной зависимостью с рыночной ставкой и сроком погашения. При этом, чем больше срок погашения облигации, тем чувствительнее ее цена к изменениям процентных ставок на рынке.

### **Анализ стоимости акций**

*Акция* – долевая ценная бумага, которая свидетельствует об участии в капитале акционерного общества, дает право на получение части прибыли общества в виде дивиденда и на участие в управлении обществом.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 150 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



Доход по акциям выплачивается в виде дивиденда, под которым понимается часть чистой прибыли акционерного общества, подлежащая распределению среди акционеров.

В зависимости от особенностей порядка начисления и выплаты дивидендов акции делятся на *привилегированные и обыкновенные*.

Держатели привилегированных акций пользуются преимущественным правом на получение дивиденда, минимальная величина которого должна гарантироваться при выпуске (эмиссии) таких акций. Поскольку коммерческие интересы держателей привилегированных акций защищены, их владельцы, как правило, не имеют права голоса в акционерном обществе.

Дивиденд по обыкновенным акциям зависит от результатов деятельности акционерного общества и начисляется по решению собрания акционеров (промежуточные дивиденды могут начисляться по решению совета директоров акционерного общества). Дивиденд по обыкновенным акциям за прошедший год может не выплачиваться (например, в случае убытков или направления полученной прибыли по решению собрания акционеров на расширение деятельности акционерного общества). Поскольку коммерческие интересы держателей обыкновенных акций в этом плане не защищены, они наделяются правом голоса в акционерном обществе.

Дивиденд по привилегированным акциям, как правило, объявляется в процентах от их номинала. Его сумма на одну акцию будет равна:

$$D_{np} = N \times f \tag{9.6}$$

де  $N$  – номинал привилегированной акции;

$f$  – ставка выплачиваемого процента в относительных единицах.

Разница между чистой прибылью и выплаченным дивидендом по привилегированным акциям представляет собой доход на обыкновенные акции. Доход на одну акцию будет равен:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 151 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

$$\text{Доход на акцию} = \frac{\text{чистая прибыль} - \text{дивиденд по привилегированным акциям}}{\text{количество обыкновенных акций}} \quad (9.6)$$

Поскольку на выплату дивиденда по обыкновенным акциям может идти не вся сумма дохода, величина выплачиваемого дивиденда характеризуется дивидендным выходом:

$$\text{Дивидендный выход} = \text{дивиденд на акцию} / \text{доход на акцию} \quad (9.7)$$

Рыночная цена акций определяется спросом на них, который зависит от различных факторов: уровня выплачиваемого дивиденда, репутации акционерного общества в глазах покупателей акций, перспектив его развития, качества рекламы и т. п. Ценность акций с учетом спроса на них на рынке характеризуют показателем P / E (Price to earning ratio):

$$P/E = \frac{\text{рыночная цена акции}}{\text{доход на акцию за год}} \quad (9.8)$$

Этот показатель используется для сравнительной оценки качества акций различных акционерных обществ. Кроме того, для оценки качества акций на рынке используется коэффициент котировки:

$$\text{Коэффициент котировки} = \text{рыночная цена акции} / \text{книжная (учетная) цена} \quad (9.9)$$



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 152 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть

Книжная цена характеризует долю собственного капитала акционерного общества, приходящуюся на одну акцию, и складывается из номинальной стоимости, доли эмиссионной прибыли (накопленной разницы между рыночной ценой проданных акций и их номинальной стоимостью) и доли накопленной прибыли, вложенной в развитие акционерного общества.

Если основной целью покупки акций является получение дивидендов, покупатель может определить для себя теоретическую цену акции, исходя из выплаченных или ожидаемых дивидендов и приемлемой нормы прибыли.

Норма прибыли будет равна:

$$r = \frac{D}{P} \quad (9.10)$$

где  $D$  – размер дивиденда;

$P$  – цена покупки акции.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 153 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



Следовательно, теоретическая цена акции для покупателя будет равна:

$$P = \frac{D}{r} \quad (9.11)$$

Доход от покупки акций определяется дивидендами, а также возможной разницей цен покупки и продажи. Доходность краткосрочных операций с акциями можно определить по формуле для эффективной ставки простых процентов.

При долгосрочных операциях с акциями и других финансовых операциях можно использовать формулы для определения эффективных ставок как простых, так и сложных процентов. В последнем случае сумму  $S$ , полученную в результате инвестирования суммы  $P$  в течение срока  $n$  лет, можно представить в виде:

$$S = P(1 + i_{\text{с}})^n \quad (9.12)$$

где  $i_{\text{с}}$  – эффективная ставка сложных процентов.

Доход от финансовой операции будет равен:

$$W = S - P = P[(1 + i_{\text{с}})^n - 1] \quad (9.13)$$

Следовательно, эффективная ставка сложных процентов будет иметь вид:

$$i_{\text{с}} = \sqrt[n]{\frac{S}{P}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{P+W}{P}} - 1 = \sqrt[n]{1 + \frac{W}{P}} - 1 \quad (9.14)$$



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 154 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

### 9.3 Формирование портфеля финансовых инвестиций

Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с разработанной инвестиционной политикой. Так как на подавляющем большинстве предприятий единственным видом финансовых инструментов инвестирования являются ценные бумаги, для таких предприятий понятие «инвестиционный портфель» отождествляется с понятием «фондовый портфель» (или «портфель ценных бумаг»).

Главной целью формирования инвестиционного портфеля является обеспечение реализации основных направлений политики финансового инвестирования предприятия путем: подбора наиболее доходных и безопасных финансовых инструментов. С учетом сформулированной главной цели строится система конкретных локальных целей формирования инвестиционного портфеля, основными из которых являются:

- а) обеспечение высокого уровня формирования инвестиционного дохода в текущем периоде;
- б) обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе;
- в) обеспечение минимизации уровня инвестиционных рисков, связанных с финансовым инвестированием;
- г) обеспечение необходимой ликвидности инвестиционного портфеля;
- д) обеспечение максимального эффекта «налогового щита» в процессе финансового инвестирования.

*По целям формирования инвестиционного дохода различают два основных типа инвестиционного портфеля – портфель дохода и портфель роста.*

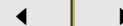
*Портфель дохода* представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации уровня инвестиционной прибыли в текущем периоде вне зависимости от темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе. Иными словами, этот портфель ориентирован на высокую текущую



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 155 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

отдачу инвестиционных затрат, невзирая на то, что в будущем периоде эти затраты могли бы обеспечить получение более высокой нормы инвестиционной прибыли на вложенный капитал.

*Портфель роста* представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе вне зависимости от уровня формирования инвестиционной прибыли в текущем периоде. Иными словами, этот портфель ориентирован на обеспечение высоких темпов роста рыночной стоимости предприятия (за счет прироста капитала в процессе финансового инвестирования), так как норма прибыли при долгосрочном финансовом инвестировании всегда выше, чем при краткосрочном. Формирование такого инвестиционного портфеля могут позволить себе лишь достаточно устойчивые в финансовом отношении предприятия.

*По отношению к инвестиционным рискам различают три основных типа инвестиционного портфеля:*

1. *агрессивный (спекулятивный);*
2. *умеренный (компромиссный);*
3. *консервативный.*

*Агрессивный (спекулятивный) портфель* представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию максимизации текущего дохода или прироста инвестированного капитала вне зависимости от сопутствующего ему уровня инвестиционного риска. Он позволяет получить максимальную норму инвестиционной прибыли на вложенный капитал, однако этому сопутствует наивысший уровень инвестиционного риска, при котором инвестированный капитал может быть потерян полностью или в значительной доле.

*Умеренный (компромиссный) портфель* представляет собой сформированную совокупность финансовых инструментов инвестирования, по которому общий уровень портфельного риска приближен к среднерыночному. Естественно, что по такому инвестиционному портфелю и норма инвестиционной прибыли на вложенный капитал



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 156 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



будет также приближена к среднерыночной.

*Консервативный портфель* представляет собой инвестиционный портфель, сформированный по критерию минимизации уровня инвестиционного риска. Такой портфель, формируемый наиболее осторожными инвесторами, практически исключает использование финансовых инструментов, у которых уровень инвестиционного риска превышает среднерыночный. Консервативный инвестиционный портфель обеспечивает наиболее высокий уровень безопасности финансового инвестирования.

Исходя из этих основных типов инвестиционных портфелей формируются различные их варианты и сочетания, которые используются при реализации политики финансового инвестирования предприятия.

### *Цель и задачи управления портфелем финансовых активов*

Ключевая цель управления портфелем финансовых активов (аналоги: инвестиционный портфель, портфель ценных бумаг, фондовый портфель) – обеспечение наиболее рациональных путей реализации инвестиционной стратегии предприятия на финансовом рынке. При этом цели эмитентов и инвесторов на данном рынке неидентичны.

Инвестиционная стратегия предприятия (корпорации)-эмитента заключается в наиболее выгодном и быстром размещении корпоративных ценных бумаг среди потенциальных инвесторов для привлечения дополнительного капитала. При этом расходы на эмиссию ценных бумаг должны быть минимальными.

Инвестиционная стратегия предприятия, выступающего в роли инвестора, многопланова и преследует различные цели. Так, прямой стратегический инвестор стремится обеспечить для себя с помощью финансовых вложений непосредственное управление объектами инвестирования (на основе приобретения контрольного пакета акций или иной формы приоритетного участия в уставном капитале). Портфельный инвестор с помощью финансовых вложений добивается формирования фондового портфеля с целью получения текущего дохода (в форме дивидендов или процентов) или в результате повышения курсовой стоимости ценных бумаг.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 157 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Портфельные инвесторы могут ставить перед собой и более локальные цели (задачи):

- сохранность (безопасность) вложений (например, вследствие высокой инфляции). Под безопасностью понимают защищенность портфельных инвестиций от циклических колебаний и потрясений на фондовом рынке, а также стабильность получения дохода;
- расширение и диверсификация доходной базы инвестора, повышение финансовой устойчивости и снижение риска активных операций;
- обеспечение высоких темпов роста капитала, что позволяет сформировать эффективную инвестиционную деятельность в долгосрочной перспективе;
- достижение высоких темпов роста дохода, что требует включения в портфель высокодоходных финансовых активов. Часть текущего дохода капитализируют для поддержания оптимальной структуры фондового портфеля;
- обеспечение минимизации инвестиционных рисков. Отдельные финансовые активы, имеющие высокую доходность, обладают повышенным риском. Однако в рамках фондового портфеля данный риск минимизируют. Оптимального сочетания доходности и риска достигают тщательным подбором и периодическим пересмотром состава фондового портфеля. Особое внимание должно быть уделено снижению потери риска капитала, а затем и дохода;
- получение достаточной ликвидности, входящих в портфель ценных бумаг. Для достижения этой цели портфель должен содержать определенную долю высоколиквидных ценных бумаг (не менее 10 %), чтобы быстро превратить их в денежные средства. В Республике Беларусь подобные высоколиквидные финансовые инструменты практически отсутствуют;
- обеспечение присутствия инвестора на наиболее динамичных сегментах фондового рынка и удержание его позиций на этих сегментах;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 158 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- расширение ресурсной базы посредством создания дочерних и зависимых обществ и др.

Рассмотренные задачи формирования фондового портфеля являются альтернативными. Так, обеспечения высоких темпов прироста капитала достигают за счет снижения текущей доходности фондового портфеля. Получение высокой ликвидности препятствует включению в портфель перспективных финансовых активов, обеспечивающих прирост капитала и доходов в будущем.

Таким образом, задачи фондового портфеля предприятия сводятся к такому распределению инвестируемой суммы денежных средств между финансовыми активами, которое в течение срока жизни портфеля обеспечивает его максимальную доходность. Портфельное инвестирование позволяет улучшить условия вложения капитала, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные качества, которых невозможно достичь для отдельно взятого финансового инструмента.

### ***Последовательность действий инвестора по формированию фондового портфеля***

Исходя из перечисленных выше задач определяют программу действий по формированию фондового портфеля и оперативному управлению им. Можно рекомендовать следующую программу действий, которую следует уточнять и дополнять за счет изменения содержания и последовательности этапов инвестиционного процесса:

1. анализ рынка ценных бумаг;
2. выбор инвестиционной политики;
3. определение состава финансовых ресурсов;
4. формирование фондового портфеля;
5. оценка его эффективности по общепринятым параметрам доходности, безопасности и ликвидности;
6. пересмотр состава и структуры фондового портфеля.

Эти изменения и дополнения в программу могут содержать следующие положения:



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 159 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



1. Исследование внешней инвестиционной среды и прогноз деловой ситуации на финансовом рынке.

Такому исследованию подвергают:

- правовые условия инвестиционной деятельности в разрезе форм инвестирования;
- анализ текущего состояния финансового рынка;
- прогноз конъюнктуры рынка в разрезе его сегментов и в целом.

2. Разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности, что предполагает определение цели и задач инвестирования на ближайшую перспективу.

3. Разработка стратегии формирования инвестиционных ресурсов для реализации выбранной стратегии инвестирования.

4. Поиск и оценка инвестиционной привлекательности отдельных видов ценных бумаг для включения их в фондовый портфель.

5. Формирование инвестиционного портфеля и его оценка по критериям доходности, ликвидности и уровню риска. Расчет ведут по каждому финансовому активу. При этом инвестор сталкивается с проблемами селективности, выбора времени фондовых операций и диверсификации портфеля ценных бумаг. Селективность (микропрогнозирование) относится к финансовому анализу ценных бумаг и прогнозу цен на отдельные их виды. Выбор времени операций включает прогноз изменения уровня цен на ценные бумаги (акции) по сравнению с ценами для финансовых активов с фиксированным доходом (корпоративные облигации). Диверсификация предполагает формирование портфеля ценных бумаг таким способом, чтобы при определенных ограничениях минимизировать инвестиционный риск, однако последний остается в виде так называемого недиверсифицированного риска, вытекающего из общего состояния экономики страны.

6. Организация текущего управления фондовым портфелем (его мониторинга). На практике используют два способа управления портфелем – активный и пассивный. Они подробно освещены в специальной финансовой литературе.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 160 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

7. Подготовка решений о продаже отдельных финансовых активов, реинвестирование высвобождаемого капитала. Его фактическая доходность ценных бумаг окажется ниже ожидаемой, то принимают решение о продаже неэффективных финансовых инструментов. После этого проводят корректировку фондового портфеля путем подбора других ценных бумаг, в которые реинвестируют высвободившийся капитал.

### ***Особенности финансовых активов, включаемых в инвестиционный портфель***

Финансовые *инвестиции* – это вложение денежных средств в эмиссионные ценные бумаги акционерных обществ-эмитентов. В белорусской практике они выступают в форме финансовых вложений. Для признания активов в качестве финансовых вложений необходимо одновременное соблюдение следующих условий:

- наличие правильно оформленных документов, подтверждающих существование права предприятия на финансовые вложения и на получение денежных средств или других активов, вытекающих из этого права;
- переход к предприятию финансовых рисков, связанных с финансовыми вложениями (ценовой риск, риск неплатежеспособности должника, риск ликвидности и др.);
- способность приносить предприятию экономическую выгоду (доход) в будущем в форме процентов, дивидендов или прироста стоимости (в последнем случае доход образуется в виде разницы между ценой продаж финансового актива и его покупной стоимостью; в результате его обмена; вследствие роста текущей рыночной стоимости и др.)

В состав финансовых вложений предприятия не включают:

- собственные акции, выкупленные акционерным обществом у акционеров для последующей перепродажи или аннулирования;
- векселя, выданные предприятием-векселедержателем предприятию-продавцу при расчетах по товарным операциям;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 161 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- вложения предприятия в движимое и недвижимое имущество, имеющее материальную вещественную форму и предоставляемое предприятием за плату во временное пользование (владение) с целью извлечения дохода;
- драгоценные металлы, ювелирные изделия, произведения искусства и иные материальные ценности, приобретенные для осуществления обычных видов предпринимательской деятельности.

Финансовое инвестирование в отличие от реального не предполагает обязательного создания новых производственных мощностей и контроля за их эксплуатацией. Финансовый инвестор не принимает непосредственного участия в управлении реальными активами, полагаясь на опыт менеджеров. Поэтому внешне процесс финансового инвестирования представляется в акте купли-продажи ценных бумаг, которые по ряду своих характеристик (доходность, ликвидность, риск) являются более гибким инструментом финансирования, чем традиционный банковский кредит. Кроме того, путем выпуска финансовых инструментов (акций и облигаций) обеспечивают наиболее оптимальную структуру капитала предприятия-эмитента, которой невозможно достичь, если использовать преимущественно один финансовый источник, например собственные средства, банковский кредит или финансовый лизинг. Опыт корпораций в странах с развитой рыночной экономикой показывает, что оптимальная структура их капитала может быть сформирована только при комплексном привлечении разнообразных источников финансирования.

Финансовая деятельность предприятий реального сектора экономики является относительно независимой от других видов деятельности. Однако она выполняет вспомогательную функцию по отношению к текущей и инвестиционной деятельности, обеспечивая их дополнительными денежными ресурсами (в форме доходов, полученных от эмиссии корпоративных ценных бумаг). Доходность финансовых активов во многих случаях значительно ниже, чем текущих (операционных) активов, авансируемых в производственно-коммерческий процесс, где генерируется основная масса прибыли предприятий. Однако финансовые активы создают для предприятий



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 162 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



дополнительный денежный приток в периоды, когда временно свободные денежные средства не могут быть рационально использованы для расширения текущей деятельности.

Финансовые **инвестиции** в отличие от текущих предоставляют предприятиям более широкий диапазон выбора инструментов для вложения капитала, включая низкорисковые (государственные облигации) и высокорисковые инструменты инвестирования (корпоративные акции и облигации). Предприятие-инвестор осуществляет инвестиционную деятельность в более широком спектре – от консервативной до агрессивной стратегии поведения на фондовом рынке.

В отличие от реальных капиталовложений финансовые **инвестиции** более ликвидны благодаря способности обращения финансовых активов на вторичном фондовом рынке. Быстрое изменение деловой ситуации на данном рынке предполагает необходимость более оперативного управления портфелем финансовых активов по сравнению с реальными инвестиционными проектами. Поэтому портфельный инвестор вынужден систематически анализировать и своевременно корректировать состав и структуру своего фондового портфеля.

### *Систематизация эмиссионных ценных бумаг*

Финансовые **инвестиции** осуществляют в форме вложений свободных денежных средств:

- в доходные активы денежного рынка (например, в депозитные сертификаты);
- в доходные активы рынка капитала (акции и облигации);
- в уставные капиталы других предприятий (корпораций).

По сроку обращения ценные бумаги классифицируют на денежные и капитальные. Денежные ценные бумаги характеризуют краткосрочным периодом обращения (до одного года). Доход по денежным ценным бумагам имеет разовый или краткосрочный характер. Часто их используют только в качестве платежного средства по финансовым обязательствам (чеки, аккредитивы, простые векселя и др.).

Капитальные ценные бумаги выпускают для формирования или увеличения устав-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 163 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ного капитала акционерного общества или его долгосрочных пассивов, что необходимо для расширения производственно-коммерческой деятельности. Они обращаются на рынке капитала.

Капитальные ценные бумаги делятся на долевые и долговые.

К долевым ценным бумагам относят обыкновенные и привилегированные акции.

К долговым ценным бумагам относят все виды облигаций, поскольку они удостоверяют отношения займа.

Облигации могут быть краткосрочными (со сроком погашения до одного года) и долгосрочными (со сроком погашения свыше одного года). Облигация должна иметь номинальную стоимость. Номинальная стоимость всех эмитированных облигаций не может быть больше размера уставного капитала либо величины обеспечения, предоставленного эмитенту третьими лицами для цели их выпуска. Акционерное общество вправе выпускать облигации с единовременным сроком погашения или облигации со сроком в определенные периоды времени по сериям. Погашение облигаций можно осуществлять в денежной форме или иным имуществом в соответствии с решением об их выпуске.

Облигации в Республике Беларусь выпускают: государство, акционерные предприятия, а также коммерческие банки.

На фондовом рынке функционируют также производные ценные бумаги (опционы, варранты, фьючерсы), в основу которых положены базовые активы – акции. Они удовлетворяют право их владельца на покупку или продажу ценных бумаг в определенном количестве и по фиксированной цене в будущем.

По способу выплаты дохода финансовые инструменты классифицируют на ценные бумаги с фиксированным (префакции) и плавающим (обыкновенные акции) доходом. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций (префакции) не может превышать 25 % уставного капитала акционерного общества.

По приоритетной значимости для эмитента различают первичные и вторичные ценные бумаги.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 164 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Первичные ценные бумаги характеризуются выпуском их в обращение первичными эмитентами и удовлетворяют прямые имущественные права (акции) или отношения займа (облигации). Вторичные ценные бумаги служат объектом финансовых сделок на организованном фондовом рынке (фондовой бирже).

Под обращением ценных бумаг понимают передачу прав на них от одного владельца другому. Права владельцев эмиссионных ценных бумаг документарной формы выпуска удостоверяют сертификатами (если они находятся у владельцев) либо сертификатами и записями по счету «депо» в депозитарии (если они переданы ему на хранение).

Права владельцев эмиссионных ценных бумаг в бездокументарной форме удостоверяют в системе ведения реестра в виде записей на лицевых счетах у держателя реестра или по счету «депо» в депозитарии.

### ***Методы оценки стоимости эмиссионных ценных бумаг***

Различают следующие виды оценки эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций):

1. *Номинальная стоимость* – это оценка, которую указывают на бланке акции. Эмитент определяет ее произвольно, поскольку даже на первичном фондовом рынке акции могут продаваться выше нарицательной стоимости. Однако в бухгалтерском учете эту стоимость активно используют. Так, суммарный объем акций по номинальной стоимости образует уставный капитал акционерного общества. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций должна быть одинаковой. Уставный капитал определяет минимальный размер имущества, гарантирующий интересы его кредиторов.
2. *Эмиссионная стоимость* – это цена продажи акций при их первичном размещении. Как правило, она не совпадает с номинальной стоимостью. В таком случае (когда эмиссионная стоимость выше номинальной стоимости) акционерное общество получает эмиссионный доход, отражаемый в составе добавочного капитала.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 165 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



3. *Курсовая (рыночная) стоимость* – это цена, показывающая равновесие между совокупным спросом и совокупным предложением в определенном интервале времени (как результат котировки ценных бумаг на фондовой бирже).
4. *Ликвидационная стоимость эмиссионных ценных бумаг акционерного общества* – это остаточная стоимость его имущества, приходящегося на одну обыкновенную акцию.
5. *Выкупная стоимость* – цена, указываемая на отзывных акциях, т. е. сумма денежных средств, выплачиваемых акционерным обществом за приобретение им собственных акций при досрочном их выкупе у владельцев.

Оценка акций направлена на выявление их текущей рыночной стоимости. Основные модели, используемые при формировании рыночной стоимости акций, следующие:

1. *Модель оценки в течение неопределенного продолжительного времени* имеет вид:

$$CA_1 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+P_i)^t} \quad (9.15)$$

где  $CA_1$  – текущая рыночная стоимость акции, используемой неопределенное число лет;

$D_i$  – сумма дивидендов, которую инвестор ожидает получить в году  $t$  по акции  $i$ -го вида;

$P_i$  – норма текущей доходности по акции  $i$ -го вида, используемая как дисконтированная ставка в расчетах настоящей стоимости, доли единицы;

$\infty$  – знак неопределенности.

2. *Модель оценки текущей рыночной стоимости акции с постоянными дивидендными выплатами* имеет вид:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 166 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть

$$CA_2 = D/P \quad (9.16)$$

где  $CA_2$  – текущая рыночная стоимость акции с постоянным дивидендом;

$D$  – годовая сумма постоянного дивиденда;

$P$  – норма текущей доходности акций данного типа, доли единицы.

3. Модель оценки текущей рыночной акции с постоянно возрастающим дивидендом (модель М. Гордона) выражают формулой:

$$CA_2 = \frac{D_0(1+K)}{P-K} \quad (9.17)$$

где  $CA_3$  – текущая рыночная стоимость акции с постоянно возрастающим дивидендом;

$D_0$  – сумма последнего уплаченного дивиденда;

$P$  – норма текущей доходности акций данного типа, доли единицы;

$K$  – темпы роста дивидендов, доли единицы.

4. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с изменяемой суммой дивидендов можно представить в следующем виде:

$$CA_3 = \frac{D_1}{1+P} + \frac{D_2}{1+P} + \frac{D_3}{1+P} + \dots + \frac{D_t}{1+P} \quad (9.18)$$

где  $CA_4$  – текущая рыночная стоимость акции с изменяемой суммой дивидендов;

$D_t$  – сумма дивидендов, прогнозируемая в периоде  $t$ ;

$P$  – норма текущей доходности акций данного типа, доли единицы;

$t$  – число прогнозируемых лет.

Базовая модель оценки стоимости корпоративных облигаций выражается формулой:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 167 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

$$CO_T = \sum_{i=1}^t \left[ \frac{ПО_i}{(1+P)^i} + \frac{НО_i}{1+P^t} \right]$$

(9.19)

где  $CO_4$  – текущая рыночная стоимость облигации;

$ПО_i$  – ежегодная сумма процента по облигации  $i$ -го вида, которую выражают произведением номинала на объявленную ставку процента;

$НО_i$  – номинальная стоимость облигации  $i$ -го вида, подлежащая погашению в конце периода ее обращения;

$P$  – норма текущей доходности, используемая как дисконтная ставка в расчетах настоящей стоимости, доли единицы;

$t$  – число лет (периодов), остающихся до погашения облигации.

Экономическое содержание данной модели оценки облигации заключается в том, что ее текущая рыночная стоимость равна сумме всех процентных поступлений за остающейся период обращения и номинала, дисконтированных по норме текущей доходности для данного вида облигаций.

### ***Диверсификация портфеля финансовых активов***

Распространенным методом снижения риска потерь инвестора от управления фондовым портфелем служит диверсификация портфеля, т. е. приобретение им различных видов ценных бумаг. Риск существенно снижается, когда финансовые активы предприятия распределены между многими видами финансовых инструментов. Диверсификация понижает риск за счет того, что возможные низкие доходы по одним ценным бумагам будут компенсированы высокими доходами по другим их видам. Минимизации риска достигают за счет включения в фондовый портфель ценных бумаг эмитентов широкого круга отраслей хозяйства. Отдельные специалисты оценивают оптимальную величину фондового портфеля от 8 до 12 видов финансовых инструментов (рисунок 9.1).

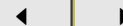
При большем количестве их видов фондовый портфель становится трудноуправляемым, так как возникает эффект излишней диверсификации. Последний приводит



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 168 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



к таким негативным последствиям, как:

- рост затрат инвестора на изучение фондового рынка (фундаментальный и технический анализ);
- высокие издержки по приобретению мелких пакетов ценных бумаг;
- возможное приобретение недостаточно надежных финансовых инструментов и др.

Затраты по управлению излишне диверсифицированным портфелем не принесут его владельцу ожидаемого финансового результата, так как доходность портфеля вряд ли будет возрастать более высокими темпами, чем издержки по управлению им.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 169 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

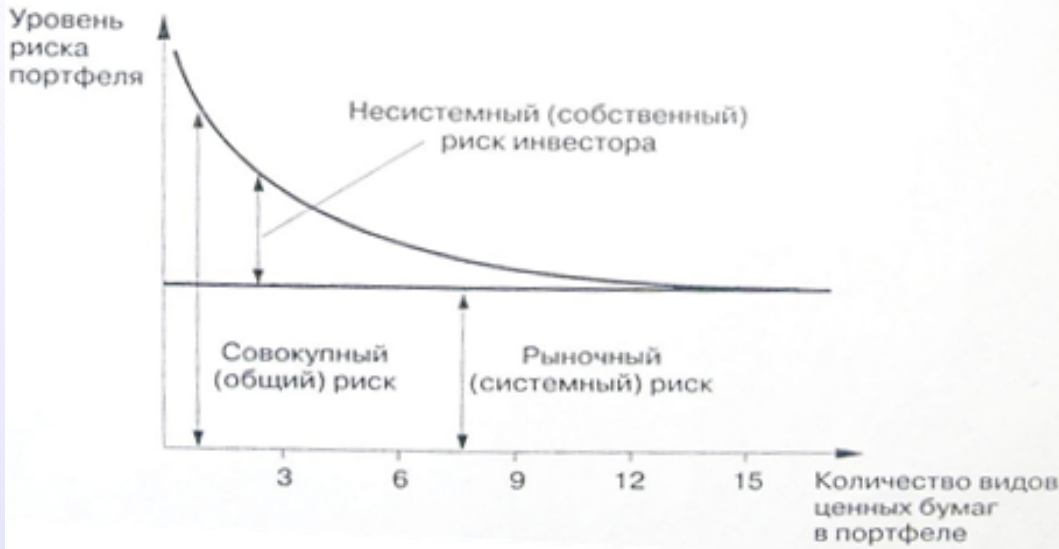


Рисунок 9.1 - Зависимость риска фондового портфеля от количества включенных в него видов финансовых инструментов

### *Виды и способы снижения рисков фондового портфеля*

Инвестиционные решения, принимаемые участниками фондового рынка (эмитентами, инвесторами и финансовыми посредниками), связаны с определенным риском. Соизмерение вероятных потерь с предполагаемой выгодой (доходом) составляет основу управленческих решений эмитента и инвестора.

Финансовую операцию считают рискованной, если ее эффективность (доходность) не поддается точному определению (является недетерминированной). В момент заключения сделки неопределенность эффективности, а, следовательно, и рискованность – свойство любой операции, связанной с куплей-продажей бумаг. Некоторое исключение составляют государственные облигации, выпускаемые Министерством финансов Республики Беларусь.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 170 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Формирование на предприятиях системы управления риском и экономическими отношениями, возникающими в процессе управления, в том числе финансового риска, относится к риск-менеджменту. Для успешного управления риском рекомендуют использовать коэффициент финансового риска, который устанавливается по формуле:

$$K_{фр} = У / СФР \quad (9.20)$$

где  $K_{фр}$  – коэффициент финансового риска, доли единицы;

$У$  – максимально допустимая сумма убытка;

$СФР$  – собственные финансовые ресурсы с учетом известных поступлений средств.

Данный коэффициент выражает уровень риска, ведущего к банкротству инвестора. Риск приемлем, если коэффициент финансового риска не превышает 0,2 (или 20 %). Риск внушает опасения, если данный коэффициент  $> 0,2$ , но  $< 0,6$ . При значении коэффициента  $> 0,6$  имеются основания ожидать банкротства инвестора.

Риск фондового портфеля включает в себя многие виды локальных рисков (рисунк 9.2).



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



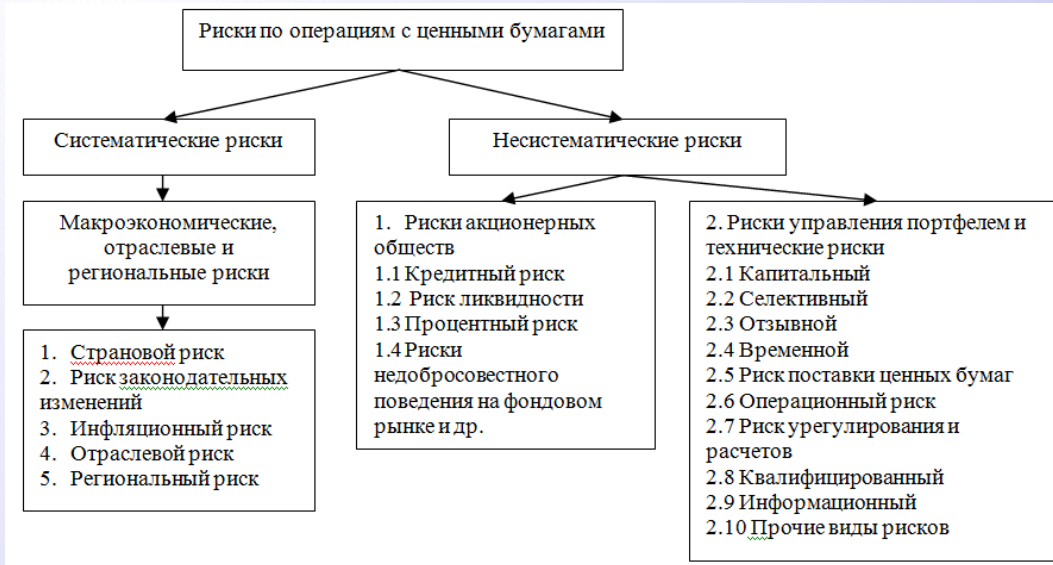
Страница 171 из 268

Назад

На весь экран

Закреть





**Рисунок 9.2 – Классификация рисков портфельного инвестирования на фондовом рынке Республики Беларусь**

В составе способов, используемых в риск-менеджменте, входят:

- диверсификация фондового портфеля;
- сбор представительной информации о предмете сделки с ценными бумагами;
- самострахование (создание финансовых резервов для покрытия возможных убытков);
- страхование операций с ценными бумагами;
- хеджирование – страхование от неблагоприятного изменения цен путем заключения контрактов, предусматривающих поставки ценных бумаг в будущем по фиксированным ценам (опционных и фьючерсных контрактов);



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 172 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

- операции СВОП – финансовые сделки по обмену между двумя субъектами обязательствами или финансовыми активами с целью улучшения структуры фондового портфеля, снижения риска и затрат по его формированию;
- избежание риска – отказ от особо рискованных финансовых сделок;
- лимитирование концентрации риска и др.

Следовательно, финансовый директор акционерного общества в процессе принятия инвестиционных решений должен учитывать совокупность свободных денежных средств, связанных с вложением в ценные бумаги.

### *Дивидендная политика акционерной компании (корпорации)*

Дивидендная политика акционерного общества представляет собой важную часть его финансовой политики, связанной с использованием чистой прибыли. Общество решает, расходовать ли чистую прибыль на выплату дивидендов по акциям или на расширение производства и в какой пропорции осуществлять указанные выплаты. За обоснованность таких рекомендаций руководству общества ответственен финансовый директор.

Акционерное общество вправе использовать чистую прибыль по двум направлениям:

1. Вложить часть чистой прибыли в производство или в ценные бумаги других эмитентов для увеличения собственного капитала и отдачи на вложенный капитал (в форме прибыли).
2. Выплатить часть чистой прибыли акционерам в форме дивидендов на принадлежащие им акции (не более 30-40 % чистой прибыли).

Данные направления использования чистой прибыли свидетельствуют о тесной связи дивидендной политики с инвестиционной политикой акционерного общества. Важно правильно определить величину чистой прибыли, что является гарантией самофинансирования любого предприятия. После определения объема чистой прибыли финансовый директор должен представить руководству акционерной компании рекомендации по более рациональному ее использованию, включая и выплату



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 173 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

дивидендов. При определении дивидендной политики возникают две ключевые проблемы:

1. Выплата дивидендов должна обеспечить интересы собственников (акционеров) и создать предпосылки для роста курсовой стоимости акций компании-эмитента. Поэтому при данном подходе максимизация дивидендных выплат является положительной тенденцией.

2. Однако максимизация выплаты дивидендов минимизирует долю чистой прибыли, направленной на развитие производства (обновление основного капитала и пополнение оборотных активов).

В таблице 9.1 приведены наиболее важные характеристики существующих подходов к выплате дивидендов.

Таблица 9.1 – Основные подходы к выбору дивидендной политики

Наименование подхода	Тип дивидендной политики
1. Агрессивный	Соблюдение постоянства дивидендных выплат в течение длительного периода вне зависимости от динамики курса акций
2. Умеренный	Постоянное процентное распределение чистой прибыли на выплату дивидендов и развитие производства
3. Консервативный	Обеспечение гарантированного минимума и «экстра-дивидендов». Выдача акций вместо денежных выплат.

Следует отметить, что принятие решения о выплате дивидендов и об их размере в значительной мере зависит от стадии жизненного цикла компании. Например, если дирекция намеревается осуществить масштабную программу реконструкции действующего производства, источником финансирования которой является доход от дополнительной эмиссии акций, то такой эмиссии должен предшествовать длительный период выплаты высоких дивидендов. Только в таком случае может быть га-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 174 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



рантирован высокий курс акций компании-эмитента и соответственно устойчивый доход от их размещения.



*кафедра  
экономики и  
управления*

*Начало*

*Содержание*



*Страница 175 из 268*

*Назад*

*На весь экран*

*Закреть*

## Тема10. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

### 10.1 Принципы оценки инвестиционных проектов

Наиболее важный этап в процессе принятия инвестиционных решений – оценка эффективности реальных инвестиций (капиталовложений). От правильности и объективности такой оценки зависят сроки возврата вложенного капитала и перспективы развития предприятия.

Рассмотрим важнейшие принципы и методические подходы, применяемые в международной практике (включая и отечественную) для оценки эффективности капитальных вложений.

Первым из таких принципов является оценка возврата вложенных средств на основе показателя денежного потока, которую можно применять для оценки результативности проекта с дифференциацией по отдельным годам эксплуатации объекта или как среднегодовую. На практике часто возникает вопрос, почему вместо исследования чистого дохода, порожденного проектом, анализируют не нежные потоки? Для бухгалтеров разумнее иметь дело с чистым доходом от реальных инвестиций, чем с поступлениями денежной наличности, ими обусловленными. Для акционеров чистый доход имеет приоритетное значение, так как служит источником дивидендных выплат. Однако в реальной жизни в отличие от чистого дохода наличные денежные средства более ощутимы. За счет денежной наличности компания приобретает новое оборудование, выплачивает заработную плату персоналу и дивиденды акционерам и т. д. Чистый доход (прибыль) определяют в соответствии с правилами бухгалтерского учета. Его измеряют в виде разницы между всеми доходами и расходами компании за определенное время. Поскольку некоторые из этих видов доходов и расходов (например, амортизационные отчисления) не оказывают влияния на денежную наличность, то чистый доход и денежные потоки могут выражаться совершенно разными цифрами. Поэтому в инвестиционном анализе главное внимание



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 176 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

уделяют не чистому доходу, а денежным потокам, генерируемым проектом.

Вторым принципом оценки является обязательное приведение к настоящей стоимости как вложенного капитала, так и величины денежного потока. Это связано с тем, что процесс инвестирования осуществляется не одномоментно, а проходит ряд этапов, отражаемых в ТЭО и бизнес-плане проекта. Аналогично должна приводиться к настоящей стоимости и сумма денежного потока по отдельным периодам его формирования.

Третьим принципом оценки является выбор дифференцированного процента (дисконта) в процессе дисконтирования денежного потока для различных инвестиционных проектов. Размер дохода от инвестиций (в форме денежного потока) образуется с учетом следующих факторов:

- средней реальной дисконтной ставки;
- инфляции (премии за нее);
- премии за инвестиционный риск;
- премии за низкую ликвидность инвестиций (при долгосрочном инвестировании).

С учетом этих факторов при сравнении проектов с различными уровнями риска следует применять при дисконтировании неодинаковые ставки процента. Более высокую ставку процента обычно используют по проектам с большим уровнем риска. Аналогично при сравнении проектов с различными общими периодами инвестирования (ликвидностью инвестиций) более высокую ставку процента применяют по проекту с более длительным сроком реализации.

Четвертый принцип заключается в том, что выбирают различные вариации форм используемой ставки процента для дисконтирования исходя из целей оценки. Для определения различных показателей эффективности проектов в качестве дисконтированной ставки можно выбрать:

- среднюю депозитную или кредитную ставку (по валютным или рублевым кредитам);



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 177 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



- индивидуальную норму прибыльности (доходности), которая требуется инвестору, с учетом темпа инфляции, уровня риска и ликвидности инвестиций;
- норму доходности по государственным ценным бумагам;
- норму доходности по текущей (эксплуатационной) деятельности;
- альтернативную норму доходности по другим аналогичным проектам и пр.

*Норму дисконта (дисконтную ставку)* выражают в процентах или в долях единицы. Различают следующие нормы дисконта: коммерческую, участника проекта, социальную, бюджетную.

*Коммерческую норму дисконта* используют при оценке коммерческой эффективности проекта. Она определяется с учетом альтернативной (связанной с другими проектами) эффективности использования капитала. Она учитывает финансовые последствия реализации проекта для участника в предположении, что он производил все необходимые для реализации проекта затраты и пользуется всеми его результатами.

*Норма дисконта участника проекта* выражает эффективность участия в проекте предприятий (или иных участников). Ее выбирают сами участники. При отсутствии четких предпочтений в качестве нее можно использовать коммерческую норму дисконта. Эффективность участия в проекте устанавливают с целью проверки реализуемости и заинтересованности в нем всех его участников. Эффективность участия в проекте включает:

- эффективность участия предприятий в проекте;
- эффективность инвестирования в акции предприятия, реализующего проект;
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня (республиканских и региональных органов исполнительной власти).

*Социальная (общественная) норма дисконта* используется при расчетах показателей общественной эффективности и характеризует минимальные требования общества к народнохозяйственной эффективности проектов. Она считается национальным параметром и ее определяют республиканские органы власти.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 178 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Бюджетную норму дисконта используют при расчетах показателей проектов, финансируемых за счет республиканского и местных бюджетов. Ее устанавливают органы (республиканские или региональные), по заданию которых производится оценка бюджетной эффективности инвестиционных проектов.

## 10.2 Роль ситуационного анализа в принятии инвестиционных решений

Выбор наиболее эффективного способа реального инвестирования начинают с четкого определения возможных вариантов. Альтернативные проекты поочередно сравнивают друг с другом и выбирают наиболее приемлемый с точки зрения доходности и безопасности для инвестора-застройщика. На практике можно встретить четыре типа ситуаций, в которых придется осуществлять анализ и принимать управленческие решения: в условиях определенности, риска, неопределенности и конфликта.

Рассмотрим содержание и общую постановку задач анализа в каждом из этих случаев. **Анализ и принятие решений в условиях определенности** самым простым случаем. Известно количество возможных ситуаций (вариантов) и их результаты. Необходимо выбрать один из возможных вариантов (двух и более). Вероятность каждого события равна единице. В данном случае аналитик должен выбрать и рекомендовать руководству один из двух возможных вариантов.

Последовательность действий здесь такова:

1. Определяют критерий, по которому будут осуществлять отбор.
2. Методом прямого счета вычисляют значение критерия для сравниваемых вариантов.
3. Вариант с лучшим значением критерия рекомендуют к отбору.

Если имеется несколько вариантов, то правильный выбор можно сделать с помощью линейного программирования, имитационного моделирования и др.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 179 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

**Анализ и принятие решений в условиях риска.** Данная ситуация встречается на практике довольно часто. Здесь используют вероятностный подход, который предполагает прогноз возможных результатов и присвоение им вероятностей. Последовательность действий аналитика такова:

1. Анализируют возможные результаты (доход или прибыль), т. е.  $R_k$ ;  $k = 1, 2, 3$  и т. д.
2. Каждому результату присваивают соответствующую вероятность ( $P_k$ ), причем:

$$\sum_{k=1}^n P_k = 1 \quad (10.1)$$

3. Определяют критерий (например, максимизацию ожидаемой прибыли):

$$F(R) = \sum_{k=1}^n R_k \times P_k \rightarrow \max \quad (10.2)$$

4. Отбирают вариант, приемлемый для выбранного критерия.

### Пример

Допустим, имеются два проекта с одинаковой суммой капиталовложений. Величина планируемого дохода в каждом случае является неопределенной и представлена в виде распределения вероятностей (таблица 10.1).

Таблица 10.1 – Исходные данные по двум проектам

Проект №1		Проект №2	
доход ( $R_1$ ), млн. руб.	вероятность, доли единиц	доход ( $R_2$ ), млн. руб.	вероятность, доли единиц
27,0	0,1	18,0	0,10



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 180 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



31,5	0,2	27,0	0,15
36,0	0,4	36,0	0,30
40,5	0,2	45,0	0,35
45,0	0,1	72,0	0,10
Итого	1,0	-	1,0

Тогда математическое выражение ожидаемого дохода равно.

По проекту №1:  $F(R_1) = 27 \times 0,1 + 31,5 \times 0,2 + 36,0 \times 0,4 + 40,5 \times 0,2 + 45,0 \times 0,1 = 36,0$  млн. руб.

По проекту №2:  $F(R_2) = 39,6$  млн. руб.

Проект №2 предпочтительнее для инвестора с позиции получения дохода, но и рискованнее, так как имеет большую вариацию дохода по сравнению с проектом №1. В данном примере основным критерием отбора варианта была максимизация ожидаемого дохода. В более сложных ситуациях в анализе используют «метод построения дерева решений». Например, в случае приобретения новых, более экономичных видов оборудования, но и более дорогих, требующих повышенных затрат на обслуживание.

**Ситуация анализа и принятия решений в условиях неопределенности** в теории достаточно разработана, однако на практике формализованные алгоритмы применяют редко. Основная сложность состоит в том, что невозможно оценить вероятность результатов. Основной критерий – максимизация прибыли здесь неприемлем. Поэтому используют иные критерии:

- максимизацию минимальной прибыли;
- максимизацию максимальной прибыли;
- минимизацию максимальных потерь прибыли, дохода и капитала и др.

Анализ и принятие управленческих решений в условиях конфликта – наиболее сложная и мало разработанная с практической точки зрения ситуация. Подобную ситу-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 181 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

ацию рассматривают в теории игр. Принятие решений в условиях конфликта означает наличие противодействия принимаемым решениям или изменение поведения участников инвестиционной деятельности. Ряд решений может изменить поведение участников (например, на финансовом рынке) и привести ситуацию определенности или риска в ситуацию конфликта. Таким образом, в процессе принятия инвестиционных решений нередко используют имитационное моделирование и реже метод «дерева решений». Последний очень полезен при анализе ситуаций на фондовом рынке.

Тогда математическое выражение ожидаемого дохода равно.

### 10.3 Решения по выбору и реализации инвестиционных проектов

Капитальные вложения (капитальное инвестирование) – результат принятия решений о долгосрочном и рисковом вложении средств в основной капитал предприятия.

Данные решения принимают во внутренней (эндогенной) социальной среде, и они влияют на все аспекты жизнедеятельности компании (включая ее персонал). Принимая решения о долгосрочном инвестировании капитала, следует учитывать как чисто финансовые последствия, так и их влияние на стратегию предприятия и благосостояние его работников.

Инвестиционные решения принимает руководство при участии финансового директора фирмы.

Долгосрочные **инвестиции** нельзя рассматривать отдельно от деятельности предприятия в целом и его внешнего (экзогенного) окружения. Инвестиционные решения отражают выбор направлений долгосрочных инвестиций и источников их финансирования. Процесс осуществления долгосрочных инвестиций включает в себя следующие примерные этапы:

1. Поиск проектов.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 182 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

2. Формулировка, первичный отбор и оценка проектов.
3. Анализ и окончательный выбор проекта.
4. Реализация проекта.
5. Мониторинг и послеинвестиционный контроль.

Рассмотрим перечисленные этапы подробнее.

Поиск инвестиционного проекта – отправная точка процесса реального инвестирования. Благополучие любой компании зависит не только от ее способностей находить выгодные инвестиционные возможности, но и от умения их создавать. Самое главное на первом этапе – это создание такой внутренней среды, при которой специалисты предприятия могут свободно выражать и развивать свои инвестиционные идеи. Этого можно добиться, разрешив выдвигать самые недоработанные идеи и предоставив средства на дальнейшие исследования и разработки наиболее перспективных проектов (например, по модернизации и замене оборудования, проектированию нового продукта и др.). После завершения поиска инвестиционных идей предприятие получает их в свое распоряжение. Трансформация этих идей в четко сформулированные капиталовложения – цель второго этапа. Поиск информации, необходимой для получения четкой формулировки проекта, часто носит платный характер. Первичная оценка проекта имеет важное значение для принятия окончательного решения о его реализации.

Предварительный отбор инвестиционных предложений на данном этапе базируется на качественной оценке ключевых параметров жизнеспособности проекта, включая его финансовое обеспечение. Например, предложение, которое недоработано и технически трудно осуществимо, а также не согласуется со стратегическими целями предприятия, скорее всего, будет отвергнуто. После того как инвестиционное предложение достаточно четко сформулировано и отвечает требованиям жизнеспособности, на следующем этапе инвестиционного процесса его подвергают более детальной проверке.

Анализ и окончательный выбор проекта составляют содержание третьего этапа



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 183 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



инвестиционного процесса. Методы, применяемые для анализа проектов, позволяют оценить их основные параметры количественно (обычно в денежной форме или в виде финансовых коэффициентов).

Модель принятия и осуществления инвестиционных решений предполагает, что именно на данном этапе формируют окончательное решение о том, будут ли вложены денежные средства в проект. Подобные решения принимают на основе финансового анализа, который содержит несколько последовательных стадий:

- заполнение и передача на рассмотрение ведущим специалистам предприятия стандартной финансовой документации, т. е. придание инвестиционному предположению официальной формы;
- классификация проектов по типам; выделение проектов, которые могут быть одобрены с финансовых позиций, и проектов, обеспечивающих приемлемую норму прибыли на вложенный капитал;
- финансовый анализ представленной информации с точки зрения эффективности тех или иных капиталовложений;
- сопоставление результатов анализа с предварительно установленными критериями отбора;
- принимаемый к реализации проект должен удовлетворять или превышать финансовые критерии (рентабельность инвестиций  $>$  ставки депозитного или ссудного процента, экономической рентабельности активов и т. д.);
- рассмотрение проекта с точки зрения бюджета предприятия на текущий и будущий периоды; вопрос о достаточности средств для финансирования проекта должен быть решен до начала его осуществления;
- окончательное решение – одобрить или отвергнуть проект, т. е. будет ли предприятие нести расходы по его реализации;
- разработка системы мониторинга (слежения) за ходом реализации проекта, если он одобрен.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 184 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Инвестиционные проекты систематизируют по типам, чтобы применять разные критерии отбора:

- замена существующих основных средств;
- расширение производственных мощностей;
- долговременные затраты по освоению новых видов продукции, технологий или смене позиций на товарном рынке;
- безопасность производства, защита окружающей среды и др.

Вопрос о принятии инвестиционных решений тесно связан с определением источников финансирования капиталовложений. Последние отражают в инвестиционном (капитальном) бюджете.

Внешние ограничения носят название «жесткого нормирования», а внутренние – «мягкого нормирования». Проекты, возникающие не в процессе разработки бюджета, а во время его исполнения, имеют меньше преимуществ, так как не располагают гарантированными финансовыми ресурсами для их осуществления. Если проект прошел отбор и включен в инвестиционный бюджет, то предприятие приступает к его реализации.

Реализация проекта составляет содержание четвертого этапа инвестиционного процесса. В задачу руководителя проекта входит наблюдение за процессом сооружения объекта или монтажа оборудования. Техническая сторона реализации проекта требует командного подхода, когда специалисты объединяют свои усилия для успешного выполнения строительной программы.

Примерами вопросов, которые решаются на данном этапе, могут быть:

- проверка технических параметров и характеристик объекта;
- переговоры с поставщиками и подрядчиками о цене, сроках поставок материальных ресурсов и выполнении работ;
- проверка графиков выполнения отдельных видов работ и целевое использование выделенных по бюджету средств;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 185 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- подготовка кадров для строящегося предприятия (объекта) и др.

Эффективная организация мониторинга снижает потребность в последнем этапе инвестиционного процесса – послеинвестиционном контроле.

Послеинвестиционный контроль направлен на улучшение будущих инвестиционных решений. Успех проекта оценивают по тем же критериям, которые использовались для его отбора, и отчет о нем передают всем специалистам, связанным с принятием инвестиционного решения. Например, проект, направленный на установку новой технологической линии, может быть подвергнут послеинвестиционному контролю после того, как будет завершен первый производственный цикл. Затраты на новую продукцию могут быть изучены и сопоставлены с тем, что ожидалось и планировалось. В случае значительных капиталовложений лаг между принятием решения и моментом пуска нового оборудования может быть велик, что снижает эффективность послеинвестиционного контроля. Подобный контроль требует много времени и затрат. Поэтому многие предприятия подвергают данному контролю не все проекты, а только наиболее важные и рискованные.

Таким образом, главная польза послеинвестиционного контроля заключается в том влиянии, которое он оказывает на поведение инвесторов, кредиторов и других участников проекта. Специалисты, знающие, что от них потребуют отчет о результатах, обычно уделяют больше внимания отбору и оценке инвестиционных предложений.

## 10.4 Критерии эффективности инвестиционных решений

Выделяют следующие виды эффективности реальных инвестиций:

- результативность проекта в целом;
- эффективность участия в проекте.

Отметим, что **инвестиционный проект** представляет собой обоснование экономической целесообразности, объемов и сроков проведения капитальных вложений,



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 186 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



включая необходимую документацию, разрабатываемую в соответствии с принятыми стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по реализации инвестиций (бизнес-план).

Оценка проекта – процедура, возникающая на разных стадиях его жизненного цикла, связанная со сравнением фактических и планируемых показателей для принятия эффективных управленческих решений. Эффективность проекта в целом оценивают для определения его потенциальной привлекательности для возможных участников и поиска источников финансирования. Она включает:

- общественную (социально-экономическую) эффективность;
- коммерческую эффективность.

Показатели общественной эффективности отражают социальные последствия реализации проекта для общества в целом, включая «внутренние» и «внешние» результаты. Результатом проекта является генерируемый им доход, поступающий в распоряжение государства (в форме налогов) и участников. Целью отдельных проектов может быть получение общественных благ. Они представляют собой работы и услуги, потребление которых одними субъектами препятствует их потреблению другими. Поэтому они не принимают участия в рыночном обороте. Примерами таких благ являются защита безопасности границ государства, знания, культура и здоровье граждан.

На общественную эффективность проекта влияют внешние факторы:

- увеличение рыночной стоимости жилых домов (квартир в них) в результате сооружения в непосредственной близости от них крупных промышленных предприятий, автодорог, станций метрополитена, торговых центров, автозаправочных станций и др.;
- рост дохода сельскохозяйственных предприятий вследствие строительства новых автодорог в сельской местности (например, за счет снижения потерь перевозимых удобрений и горюче-смазочных материалов, быстрого вывоза на элеваторы собранного урожая зерновых культур и т. д.);



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 187 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- понижение оборотных активов отправителей или получателей грузов в результате реализации транспортными организациями проектов, повышающих среднюю скорость движения грузовых автомобилей и соответственно снижающих время на перевозку грузов и др.

При определении показателей общественной эффективности инвестиционного проекта целесообразно:

- в денежных потоках отразить стоимостную оценку последствий реализации проекта в других отраслях народного хозяйства, в социальной и экологической сферах;
- в составе оборотных активов учесть только материальные запасы и резервы денежных средств;
- исключить из притока и оттока денежных средств по текущей и финансовой деятельности их составляющие, связанные с получением и погашением кредитов и процентов по ним, предоставленные субсидии, дотации, налоговые и иные трансфертные платежи, при которых финансовые ресурсы передают от одного участника проекта (включая государство) другому;
- произведенную продукцию (услуги) и затрачиваемые ресурсы оценить в специальных экономических ценах. Расчет данных цен предполагает исключение из состава рыночных цен всех искажений свободного рынка (влияния монополистов, трансфертных платежей и др.) и добавление неучтенных в рыночных ценах внешних эффектов и общественных благ;
- импортозамещающую продукцию, импортируемые материалы и оборудование оценить в ценах замещаемой продукции плюс затраты на страхование и доставку;
- товары, предназначенные к реализации на внутреннем рынке, а также инфраструктурные услуги (затраты на электроэнергию, газ, воду, транспорт) учесть на базе рыночных цен с НДС.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 188 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

При расчете общественной эффективности проектов денежные потоки от текущей деятельности складываются из объема продажи и связанных с ним затрат, а также дополнительных поступлений из внешней среды (например, от сторонних организаций). В денежных потоках от инвестиционной деятельности учитывают:

- вложения в основные средства на всех шагах расчетного периода;
- затраты, связанные с прекращением проекта (например, на восстановление окружающей среды);
- вложения в прирост оборотного капитала;
- доходы от реализации имущества.

Для проектов с незначительной величиной чистого оборотного капитала можно вести расчет укрупненно, в процентах от издержек производства.

Показатели коммерческой эффективности учитывают финансовые последствия его осуществления для участников, реализующих проект (доходы и затраты). Эффективность участия в проекте определяют с целью проверки реализуемости и заинтересованности в нем участников.

Понятие коммерческой эффективности включает:

- эффективность участия предприятий в проекте;
- результативность инвестирования в акции предприятия;
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня;
- региональную и народнохозяйственную эффективность;
- отраслевую эффективность для отдельных отраслей, финансово-промышленных групп (ФПП), добровольных объединений предприятий и холдингов;
- бюджетную эффективность проекта (эффективность участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней).

Эффективность проекта можно оценить как количественными, так и качественными методами. Эффект проекта (решения по нему) показывает превышение результатов его реализации над затратами за определенное время. Показатели эффек-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 189 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



тивности, относящиеся ко всему периоду реализации проекта, называют интегральными (например, чистый дисконтированный доход, внутренняя норма доходности, период окупаемости капитальных затрат и др.).

Интегральные показатели используют в целях:

- оценки выгодности реализации проекта или участия в нем;
- выявления реальных условий эффективности реализации проекта;
- оценки устойчивости проекта (сохранения его выгодности и реализуемости при случайных колебаниях рыночной конъюнктуры и других внешних факторов его реализации);
- оценки риска, связанного с реализацией проекта;
- экономической оценки результатов выбора одного из альтернативных проектов (вариантов проекта) или группы независимых проектов из заданного перечня при ограниченном объеме инвестиционных ресурсов.

Реализация проекта часто затрагивает интересы структур более высокого уровня по отношению к непосредственным участникам проекта. Данные структуры могут участвовать в осуществлении проекта или косвенно влиять на его реализацию. Крупномасштабные проекты оценивают с точки зрения интересов республиканских и региональных органов власти, а также отраслей экономики, финансово-промышленных групп, добровольных объединений предприятий и холдингов. Расчет ведут по сумме денежных потоков от инвестиционной, текущей и финансовой деятельности. По финансовой деятельности учитывают поступление и выплату кредитов только со стороны, внешней по отношению к данной структуре.

В денежных потоках не отражают взаиморасчеты между участниками, входящими в рассматриваемую структуру, и расчеты между участниками и самой структурой (например, финансово-промышленной группой). В то же время учитывают влияние реализации проекта на деятельность данной структуры и входящих в нее других (сторонних) предприятий.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 190 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Показатели региональной эффективности выражают финансовую значимость проекта с позиции соответствующего региона с учетом его влияния на экономическую, социальную и экологическую обстановку в регионе. Расчет осуществляют в порядке, установленном для определения общественной эффективности проекта. Однако существуют некоторые особенности.

1. Дополнительный эффект в смежных отраслях народного хозяйства, а также социальный и экологический эффекты учитывают только в рамках региона.
2. При определении потребности в оборотных активах учитывают только задержки платежей по расчетам с внешним окружением.
3. Стоимостную оценку производимой продукции и потребляемых ресурсов осуществляют аналогично расчетам общественной эффективности с внесением региональных корректировок.
4. В денежные поступления включают возникающие в связи с реализацией проекта денежные притоки в регион из внешней среды (кредиты, займы, субсидии, дотации, средства иностранных инвесторов и др.).
5. В денежные потоки включают также возникающие в связи с осуществлением проекта платежи во внешнюю среду (за использованные ресурсы других регионов, погашение полученных кредитов и займов, налоги и сборы в республиканский и местные бюджеты).
6. При наличии необходимой информации учитывают изменения доходов и расходов, связанных с влиянием реализации проекта на деятельность других предприятий и населения региона (косвенные финансовые результаты реализации проекта).

При оценке отраслевой эффективности проекта следует учитывать, что предприятия могут входить в состав более высокой структуры:

- отрасль (подотрасль) народного хозяйства;
- объединение предприятий, образующих единые технологические цепочки;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 191 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- финансово-промышленные группы;
- холдинги, связанные отношениями перекрестного акционирования.

При расчете показателей отраслевой эффективности учитывают следующие особенности:

- влияние реализации проекта на затраты и результаты деятельности других предприятий данной отрасли (косвенные отраслевые финансовые результаты проекта);
- в составе затрат предприятий-участников игнорируют отчисления, выплачиваемые ими в отраслевые фонды;
- исключают взаиморасчеты между входящими в отрасль предприятиями-участниками;
- вычитают проценты по займам, предоставленным отраслевыми фондами предприятиям отрасли – участникам проекта.

Расчет показателей отраслевой эффективности осуществляют аналогично определению параметров эффективности участия предприятия в проекте.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 192 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



## Тема 11. ИНВЕСТИЦИИ В СВОБОДНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ЗОНЫ. ОФШОРНЫЕ ЗОНЫ

### 11.1 Понятие свободных экономических зон, цели и предпосылки их создания

Современный этап развития мирового хозяйства характеризуется интенсивным развитием международных экономических отношений. Процессы интеграции, транснационализации и глобализации мирового хозяйства продвинулись далеко вперед, национальные экономики становятся все более открытыми, сближаются и взаимодополняют друг друга, развиваются международные региональные структуры. Эти тенденции привели к тому, что динамичное развитие отдельной национальной экономики стало невозможным без вовлечения ее в систему международного разделения труда и мировых торгово-финансовых потоков. Одним из способов достижения этой цели является создание свободных (специальных) экономических зон (СЭЗ).

Свободные экономические зоны получили широкое распространение во многих странах мира. К началу XXI в. в мире функционировало более 4000 СЭЗ разного типа, по экспертным оценкам, через различные свободные зоны проходит около 30 % мирового товарооборота. Экономика СЭЗ имеет высокую степень открытости по отношению к внешнему миру, режим хозяйственной деятельности, формируемый в зональных образованиях, направлен на привлечение инвестиций.

В экономической литературе отсутствует единое общепринятое определение свободной экономической зоны. Однако большинство экономистов определяют СЭЗ как социально-экономическое образование, характеризующееся следующими признаками:

- определенной обособленностью в территориальном, хозяйственном и законодательном плане;
- созданием особой системы льгот, преференций и стимулов, не применяемой в остальных частях страны;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 193 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- тесной связью с мировым рынком.

Мировая практика создания и функционирования свободных экономических зон показывает, что цели, которые предопределяют создание СЭЗ, варьируются в широких пределах. На целевое назначение конкретной зоны непосредственное влияние оказывают экономическое развитие страны, социальные и политические условия, а также специфические черты региона, в котором формируется зональное образование.

Основной целью создания СЭЗ для страны-учредителя является интеграция в мировое хозяйство. Интеграционные процессы осуществляются на микроуровне, мезоуровне (региональном) и макроуровне.

На мезоуровне интеграция происходит на основе развития межфирменных связей и создания экономически обособленной территории с преференциальным режимом деятельности, куда и устремляется иностранный капитал. Региональная интеграция происходит в форме создания зон свободной торговли, промышленно-производственных зон и иных моделей свободных зон, способствующих углублению сотрудничества и адаптации страны – учредителя СЭЗ к новым условиям межстранового взаимодействия. Региональная интеграция является определенным этапом мировой интеграции, и впоследствии может привести к интеграции на макроуровне, происходящей на основании согласования национальных политик стран и формирования экономических объединений – международных зональных структур.

Помимо интеграции в мировую экономику к возможному набору целей и задач, которые решаются посредством создания СЭЗ, можно отнести:

- привлечение иностранных инвестиций как дополнительного источника финансирования и стимулирования роста экономического потенциала страны за счет общего увеличения объемов капитальных вложений;
- положительное влияние на торговый баланс страны-учредителя свободной зоны и увеличение поступлений денежных средств в бюджет страны в долгосрочном периоде;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 194 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- оптимальное использование собственных ресурсов;
- решение социальных задач, таких как снижение уровня безработицы, подготовка квалифицированных производственных и управленческих кадров, повышение уровня жизни населения благодаря увеличению доходов; насыщение национального рынка высококачественной продукцией и в первую очередь импортозамещающими товарами;
- возможность доступа к современным передовым знаниям и технологиям. СЭЗ призваны обеспечить ускоренное внедрение в производство иностранных и отечественных научно-технических разработок с дальнейшим использованием их результатов во всей национальной экономике.

Для создания свободных экономических зон необходимо наличие определенных условий, которые обеспечивают успешную деятельность зональных образований. В качестве необходимых условий принято рассматривать политическую, экономическую, географическую, правовую и организационную предпосылки создания СЭЗ.

Политическая предпосылка предопределяет возможность создания и функционирования СЭЗ, ее значимость состоит в формировании приемлемых для инвесторов условий хозяйствования. Неудачные попытки создания свободных зон в ряде развивающихся стран (Гватемала, Либерия) во многом связаны с политической нестабильностью в стране, гражданскими волнениями или военными действиями.

Экономическая предпосылка отражает реальную экономическую ситуацию в стране создания свободной зоны: общее состояние экономики, степень инвестиционного риска, основные принципы хозяйствования, инфляционные ожидания, действующие формы собственности.

Географическая предпосылка представлена выбором региона расположения зонального образования, определением размеров территории СЭЗ, организацией границ, расчетом инфраструктурного, производственного и кадрового потенциала выбранной территории. К СЭЗ предъявляется требование уникальности ее географического месторасположения, которое позволит выполнить задачи ее создания. Одна-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 195 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



ко в связи с усиливающейся конкуренцией между зонами географических преимуществ зачастую бывает недостаточно и большее значение имеет инфраструктурное обустройство СЭЗ.

Правовая предпосылка представляет собой разработанную систему законодательных и нормативных актов, регулирующих различные стороны деятельности свободных зон, это одно из основных условий для обеспечения стабильного и результативного развития СЭЗ в любом государстве.

Организационная предпосылка предполагает наличие действенной системы управления свободными экономическими зонами.

## 11.2 Основные виды свободных экономических зон

В мировой практике существует широкое разнообразие моделей свободных экономических зон, каждая из которых имеет свою специфику. Эта специфика обусловлена множеством факторов: месторасположением и размером зонального образования, имеющимися ресурсами, целями создания СЭЗ, приоритетными видами деятельности, национальной принадлежностью территории и другими, в связи с чем организационно-функциональная структура свободных зон достаточно сложна.

Классификация СЭЗ характеризуется разнообразием подходов к выделению основных типов зон, постоянно детализируется и усложняется по мере исторического развития зональных структур. В современной науке существуют несколько критериев типологии СЭЗ: функциональный признак, степень интегрированности в мировую экономику, форма собственности и национальная принадлежность территории СЭЗ.

Классификация свободных экономических зон по функциональному признаку (рисунок 11.1) позволяет проследить историческое развитие и трансформацию свободных зон, а также рассмотреть производные формы СЭЗ, которые возникли в результате взаимодействия и интеграции первоначально выделенных форм зональ-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



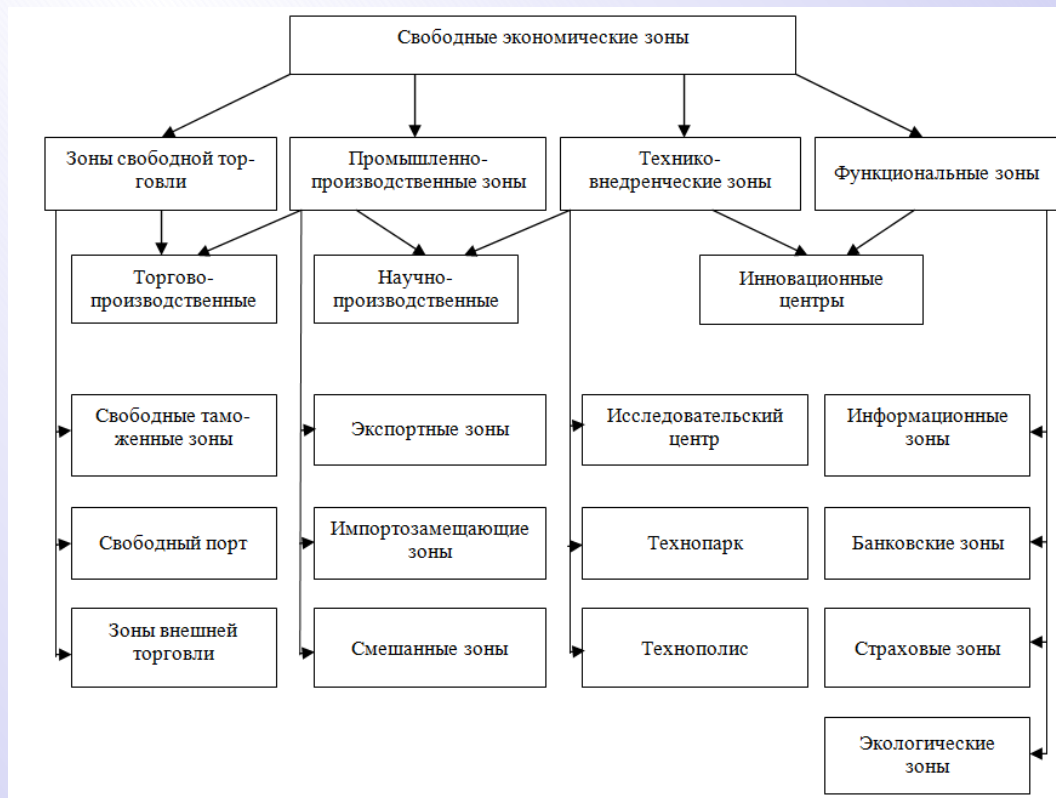
Страница 196 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ных структур.



**Рисунок. 11.1 – Классификация свободных экономических зон по функциональному признаку**

Зоны свободной, или внешней, торговли являются представителями первого поколения СЭЗ. Это небольшие территориальные образования (до 5 км<sup>2</sup>), выведенные за пределы национальной таможенной территории, создаваемые с целью стимули-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 197 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

рования внешней торговли. Такие СЭЗ характеризуются наличием льготного таможенного режима, таможенной экстерриториальностью и специализацией на оптовой торговле. Кроме того, в них обычно осуществляется предпродажная подготовка товаров: складирование, хранение, сортировка и упаковка.

В рамках зон свободной торговли можно выделить свободные таможенные зоны, зоны внешней торговли и свободные порты, где в дополнение к перечисленному обеспечивается обслуживание судов. К этому типу зон относятся создаваемые в международных аэропортах и вокзалах магазины «дьюти-фри», где осуществляется беспшлинная розничная торговля.

*Промыленно-производственные зоны* – компактные территории от 5 га до 20 км<sup>2</sup> со специальным таможенным режимом, где промышленные предприятия производят экспортную или импортозамещающую продукцию, пользуясь финансовыми и фискальными льготами. Это зоны второго поколения, которые возникли в результате эволюции торговых зон, когда на отведенную территорию стали ввозиться не только товары, но и капитал. С учетом ориентации на возможный рынок сбыта выделяют экспортные зоны, импортозамещающие зоны и смешанные зоны, сочетающие в себе экспортные и импортозамещающие производства.

Общепринятая в мире модель экспортной зоны предполагает активное привлечение иностранных инвестиций для организации экспортного производства. Характерными особенностями экспортной СЭЗ является предоставление для отечественных и иностранных инвесторов широкого набора финансово-экономических преференций, комплексное инфраструктурное обустройство территории зоны, а также требование соблюдения ряда условий. Первое и основное условие – экспортная ориентация производства, что подразумевает экспорт более 85 % объема произведенной продукции. Второе условие – не нанесение вреда национальной промышленности и соблюдение требований по экологической и технологической безопасности. Экспортные зоны получили наибольшее распространение в развивающихся странах, а также в США и Великобритании.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 198 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



Иностраный капитал в экспортных СЭЗ развивающихся стран представлен в основном в трудоемких производствах (электронные и оптические приборы, текстильные товары, детали автомобилей и станков и т. д.) Это преимущественно сборочные предприятия, на их конвейерах осуществляются промежуточные операции в общей технологической цепи, исходные и конечные звенья которой находятся в развитых странах. Такие производства не требуют значительных начальных капиталовложений, сложной технической оснащённости, но зато им необходимо большое количество дешевой рабочей силы, не обладающей высокой квалификацией.

К импортозамещающим зонам относятся территориальные структуры, ориентированные на внутренний рынок страны-учредителя. Классическим примером импортозамещающей зоны является СЭЗ «Манаус» в Бразилии, где на базе импортной технологии возник центр электронной промышленности. Экспорт из этой зоны составляет от 5 до 10

Благодаря налоговым, таможенным преференциям и наличию дешевой рабочей силы, промышленно-производственные зоны развивающихся стран обладают большой притягательностью для транснациональных компаний, которые размещают там многочисленные дочерние предприятия и филиалы. Экспертная комиссия ООН по ТНК дает определение промышленно-производственным зонам развивающихся стран как очерченному в своих границах промышленному парку, представляющему собой анклав на национальной территории. В нем действуют специальные таможенные и торговые режимы, где преимущественно иностранные промышленные фирмы производят продукцию, пользуясь определенными льготами.

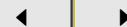
*Технико-внедренческие зоны (ТВЗ)* причисляют к зонам третьего поколения. Наиболее широкое распространение они получили в эпоху научно-технической революции, когда активно развивались наукоемкие отрасли. В ТВЗ сконцентрированы национальные и зарубежные проектные и научно-производственные фирмы, пользующие различными преференциями и занимающиеся разработкой и внедрением новых технологий. Для успешного становления и развития таких зон необходимы



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 199 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

наличие крупного научно-исследовательского центра или университета, развитие научного парка с большой концентрацией высокотехнологических предприятий и доступ к источникам венчурного капитала, ориентированного на большие инвестиционные риски. В зависимости от того, что преобладает в экономической структуре технико-внедренческих зон, можно выделить следующие типы:

*Исследовательский центр* – структура, в рамках которой новшества разрабатываются до стадии научно-технической разработки (прототипа). Примером такой свободной экономической зоны является Бостонский исследовательский парк, две трети площади которого занято научно-исследовательскими и опытно-конструкторскими бюро.

*Технопарк* – представляет собой относительно небольшую территорию, на которой размещаются предприятия и фирмы, занимающиеся разработкой, производством и реализацией высокотехнологической продукции.

*Технополис* – более крупный научный комплекс, включающий в свою структуру один или более технопарков, в котором созданы условия для генерирования, разработки и реализации инноваций.

*Функциональные зоны* – территории с льготным режимом хозяйствования для фирм и институтов, оказывающие различные виды финансовых и других услуг. Это зоны третьего поколения, обычно ориентированные на развитие определенного вида деятельности. Они возникли, с одной стороны, в результате эволюции промышленно-производственных зон в высокотехнологических отраслях, например обработка информации и, с другой стороны, эти зоны являются следствием повышения роли третичных отраслей. К функциональным зонам относятся банковские, страховые, туристические, экологические, зоны обработки информации и оффшорные зоны.

*Зоны банковских услуг* создаются для повышения конкурентоспособности национальной банковской системы принимающей страны. В данных зонах упрощены требования, касающиеся доли национального капитала в совместных банках, величины банковских резервов, процентной ставки и т. д.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 200 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

*Свободные страховые зоны* характеризуются либерализацией страхового регулирования, действующего в данной стране.

Свободные банковские и страховые зоны наиболее распространены в экономически развитых странах, а также в новых индустриальных странах и регионах, где высока степень концентрации международного капитала (Швейцария, Люксембург, США, Тайвань, Сингапур, Гонконг).

*Зоны обработки информации* – сравнительно новый тип СЭЗ, ориентированный непосредственно на привлечение в контур такой зоны зарубежных информационных технологий, развитие информационного обслуживания, производства, экспорта программного обеспечения для компьютерной техники и предоставление телемаркетинговых услуг. Подобных образований в мире мало. Как наиболее известные могут быть названы «Монтего Бей» на Ямайке и два телепорта Доминиканской Республики.

*Экологические зоны* – представляют собой новое явление в практике создания СЭЗ. Возникновению такого рода образований способствовало возрастающее значение экологического фактора для мировой экономики и попытки найти решение связанных с этим проблем в рамках реализации концепции устойчивого экономического роста. Большинство экологических свободных зон расположены в промышленно развитых странах на уникальных, экологически значимых территориях.

Важной отличительной особенностью экологических зон от других видов СЭЗ является характер осуществляемой деятельности. В этих зонах разрешены только те виды деятельности, которые не загрязняют окружающую среду, например, медицина, образование, рекреация, финансовые услуги. К экологическим зонам можно отнести отдельные кантоны Швейцарии, которые специализируются на выпуске экологически чистых продуктов и предоставляют рекреационные и финансовые услуги.

Существует множество зон, сочетающих в себе характерные черты двух или более зональных структур из вышеприведенного списка, так как на практике рамки отдельных понятий часто изменяются и адаптируются к реальной экономической



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 201 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



ситуации. Этот наиболее сложный и самый распространенный тип свободных зон получил название комплексных экономических зон. К отличительным особенностям комплексных зон можно отнести большую территорию, поэтапность развития, многофункциональность и различную ориентацию инвесторов.

По степени интегрированности в мировую и национальную экономики свободные экономические зоны делятся на два подтипа:

- экстравертивные зоны, ориентированные на внешний рынок;
- интравертивные, интегрированные в национальную экономику.

*Экстравертивный тип свободных экономических зон* наиболее развит в новых индустриальных странах Азии, в ряде стран Центральной Америки и Карибского бассейна. Характерной особенностью экстравертивных зон можно считать ориентацию на «отверточное» производство, основанное на импортных материалах и компонентах. Предприятия, расположенные в таких зонах, экспортируют более 70

*Интравертивные зоны*, напротив, имеют тесные связи с внезональными предприятиями страны-учредителя. Основные задачи таких зон – повышение технологического уровня национальной промышленности, улучшение качества и конкурентоспособности выпускаемой продукции. Такие зоны ориентированы на использование внутренних ресурсов, что оказывает значительное влияние на национальную экономику. Наиболее ярким представителем интравертивных свободных зон является импортозамещающая «Манаус» в Бразилии. Ее ядром стали около тридцати сырьевых и топливно-энергетических отраслей, производящих продукцию для внутреннего рынка.

По форме собственности СЭЗ можно разделить на *государственные, частные и смешанные*. Наиболее часто встречается смешанный тип собственности, где наряду с государственной присутствует частная собственность.

В зависимости от того, на территории скольких стран располагаются свободные экономические зоны, выделяют национальные и международные СЭЗ. Национальные СЭЗ располагаются на территории одной страны и действуют в соответствии



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 202 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

с ее законодательством. Международные СЭЗ охватывают территорию двух стран и более и действуют по общим, установленным для них правилам. К такому типу свободных зон можно отнести Европейский Союз (ЕС), зону свободной торговли «Нафта», Таможенный союз между странами СНГ. Однако создание мощных, крупномасштабных межнациональных СЭЗ не снизило актуальность формирования локальных свободных экономических зон внутри каждой из входящих в них стран.

### 11.3 Особенности функционирования СЭЗ в разных странах

Практика создания различного рода зональных образований существует с давних времен. Еще в античные времена Финикия, Греция и Римской империи гарантировалось право свободного, беспошлинного прохода и безопасность в нескольких портах. Фактически статус СЭЗ имели города Ганзейского союза, существовавшего в XI-V-XVI вв. (Гамбург, Кенигсберг, Копенгаген и др.). Здесь появились первые товарные биржи, развивалась транзитная торговля. В 1547 г. город Ливорно был объявлен городом свободной торговли, где купцы получили право вести не облагаемую налогом торговлю. Подобных примеров в мировой истории много.

В настоящее время СЭЗ существуют в странах с разным уровнем развития, однако условия их создания, цели и задачи существенно отличаются. Создание свободных зон в развитых странах имеет свою специфику:

- основной целью создания СЭЗ является не стимулирование экспорта, а сохранение существующих и образование новых рабочих мест;
- главной движущей силой развития свободных зон в промышленно развитых странах служит национальный капитал, а иностранные инвесторы, несмотря на наличие преференций, имеют второстепенное значение;
- зоны гораздо в большей степени, чем в развивающихся странах, играют роль центров регионального развития, создаваемых в целях устранения внутренних территориальных диспропорций;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 203 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- в развитых странах действуют СЭЗ всех видов, но наибольшее развитие получили научно-технические зоны и зоны свободной торговли.

Исторически считалось, что формирование современных свободных экономических зон было положено созданием в 1934 г. в США зон внешней (свободной) торговли (ЗВТ) для активизации внешнеторговой деятельности посредством снижения издержек производства автомобилей. Помимо этого предполагалось снизить уровень безработицы в регионе, масштабы которой значительно возросли в период экономического кризиса начала 1930-х гг.

В настоящее время в США функционирует более 250 зон внешней торговли, созданием и управлением которыми занимается Департамент ЗВТ. Эти СЭЗ имеют специальный режим деятельности, формально находятся «вне таможенной территории» страны и, таким образом, освобождены практически от всех видов таможенных пошлин и тарифов, федеральных акцизных налогов и большинства квотных ограничений по экспортно-импортным операциям. Их основной деятельностью является стимулирование экспорта. Благодаря функционированию зон, было создано дополнительно более 370 тысяч рабочих мест. Экономическими льготами от ведения бизнеса в этих СЭЗ воспользовалось около 2800 компаний.

В США получила развитие и такая форма СЭЗ, как предпринимательские зоны, которые возникли в результате региональной политики, направленной на оживление мелкого и среднего бизнеса в отсталых районах за счет предоставления большей финансовой свободы и значительных льгот. Обычно они расположены в экономически депрессивных районах больших занимают площадь от 2 до 5 км<sup>2</sup>, не имеют четких границ и отличаются лишь статусом компаний. Для получения статуса предпринимательской зоны район, выделяемый для этих целей, должен отвечать ряду требований:

- более 70 % жителей района должны иметь личный доход менее 80 % среднего дохода для этого города или всей страны;
- уровень безработицы в этом районе должен быть значительно выше, чем по



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 204 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



всему городу или всей стране.

В США предпринимательские зоны создаются по инициативе местных властей на срок от 10 до 20 лет. Зоны не обременяют бюджеты разных уровней, а способствуют сокращению бюджетных ассигнований на различные социальные программы и ведут к постепенному увеличению налоговых поступлений.

В Европе первой и самой известной СЭЗ стала зона благоприятствования «Шеннон», созданная в Ирландии в 1957 г. с целью сохранения 300 рабочих мест, так как были открыты трансатлантические линии (до этого самолеты совершали промежуточную посадку в Шенноне). В настоящее время в ней сосредоточено около 25 % общего ирландского экспорта. На территории СЭЗ расположены более ста предприятий, экспортирующих продукцию на сумму 165 млрд. дол. в год. Учитывая то, что СЭЗ в Шенноне рассматривалась как инструмент экономического развития региона, поставленные задачи были успешно выполнены. Кроме того, введение дополнительных налоговых льгот на территории всей Ирландии позволило ей существенно увеличить размеры экспорта. В настоящее время, экспорт составляет до 70 % ВВП Ирландии, что в два раза выше, чем аналогичный показатель для стран ЕС в целом и во много раз выше соответствующих показателей США, Японии и Германии. Техничко-внедренческие зоны промышленно развитых стран заявили о себе как о новой эффективной форме интеграции науки и производства, о месте развертывания инновационной деятельности и создания фирм, занятых разработкой новых технологий. Конкретные формы организации ТВЗ в каждом отдельном случае могут быть различны. Эти СЭЗ являются, как правило, собственностью (на долевых началах) университета, местного муниципалитета, акционерных обществ и производственных ассоциаций. Одни ТВЗ функционируют на коммерческой основе, другие являются бесприбыльными организациями. Их финансирование осуществляется из разных источников: фондами, учреждаемыми университетами или благотворительными организациями; местными муниципалитетами, федеральными ведомствами и министерствами, промышленными фирмами, а также самими технопарками.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 205 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Лидирует в создании технико-внедренческих зон США. Согласно различным оценкам, в этой стране насчитывается от 80 до 150 подобных образований. Формы их организации и управления различны: они могут создаваться по инициативе отдельных лиц или частных организаций либо по указанию правительств отдельных штатов. Наиболее известные ТВЗ относятся к первому типу. Среди них технопарк «Силиконовая долина», недалеко от Стенфордского университета; технопарк «Бостонский маршрут 128» при Массачусетском технологическом институте; «Парк-треугольник Северной Каролины» в районе трех крупных университетов. Объем инвестиций, направленных в технопарк «Силиконовая долина», составляет больше 20

Технико-внедренческие зоны широко распространены и в других странах мира. В 1990-х гг. в Голландии и Германии их было 45 и 50 соответственно, в Великобритании – 25; в Японии действует 18 технополисов, крупнейший из них – «Цукуба» – обеспечивает работой 145000 человек. Их формирование было осуществлено в рамках программы «Технополис», разработанной Министерством внешней торговли и промышленности Японии.

В развивающихся странах и странах с переходной экономикой основными целями создания свободных зон является интеграция в мировое хозяйство, привлечение всех форм иностранных инвестиций, стимулирование производства экспортной и импортозамещающей продукции и увеличение занятости населения. Свободные экономические зоны этих стран характеризуются следующими отличительными признаками:

- наличием тенденции к расширению границ, увеличению масштабов торгово-производственной деятельности;
- постоянным процессом либерализации особого режима управления СЭЗ для иностранных инвесторов;
- большой торгово-промышленной диверсификацией деятельности СЭЗ в процессе их функционирования, тенденцией к комплексному развитию.

Свободные экономические зоны, несомненно, являются «генератором занятости»



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 206 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

в развивающихся странах. Однако именно их зачастую обвиняют в низком уровне заработной платы и неразвитости трудовых отношений. Для большинства зон характерна занятость на низкооплачиваемых должностях, не требующих высокой квалификации. В большинстве предприятий СЭЗ работают женщины, на некоторых их доля доходит до 90

Мировой опыт показывает, что СЭЗ во многих развивающихся странах нередко становятся основной концепцией экономического роста, рассчитанного на определенный период. В этих странах обычно прослеживается тенденция к развитию промышленно-производственных зон экспортной ориентации как способ привлечения иностранных инвестиций. Причем если для стран Азии и Африки характерна обработка экспортных товаров, то в странах Латинской Америки чаще создаются свободные пограничные зоны и зоны свободных складов для хранения грузов. В некоторых развивающихся странах СЭЗ способствуют развитию существующих предприятий тяжелой промышленности. Например, экспортно-производственная зона Тринидада и Тобаго занимается переработкой нефти, Ганы – переработкой добываемых там бокситов в алюминий, а свободные экономические зоны Объединенных Арабских Эмиратов созданы на основе химической, нефтеперерабатывающей и автомобильной промышленности.

Экономический подъем новых индустриальных стран (НИС) Юго-Восточной Азии (Гонконг, Сингапур, Тайвань) во многом связан с развитием свободных зон, позволивших создать значительное количество рабочих мест, повысить производительность труда, увеличить налоговые поступления и интегрироваться в мировое хозяйство. Цель создания зон – экономический рост. С одной стороны, НИС и свободные экономические зоны взаимовлияют друг на друга: успешное развитие экономики этих стран было обусловлено сменой приоритетов экономической политики и во многом благодаря созданию СЭЗ. С другой стороны экономический взлет подтвердил зависимость между притоком иностранных инвестиций и экономическими успехами, что способствовало дальнейшему распространению зональных образований.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 207 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



Успешный опыт создания СЭЗ виден на примере Китайской Народной Республики. Развитие зональной практики в Китае началось в 1980 г., когда было создано 5 особых экономических районов: Шеньчжень (327,5 км<sup>2</sup>), Шаньтоу (52 км<sup>2</sup>), Чжухай (15,2 км<sup>2</sup>) в провинции Гуандун, Сямынь (131 км<sup>2</sup>) в провинции Фуцзянь, а также остров Хайнань. В 1984 г. правительство Китая открыло для внешней торговли 14 крупных портовых городов. К 2000 г. в Китае было создано около 100 СЭЗ, включая 32 зоны технико-экономического освоения и 52 зоны высоких технологий.

Интересы китайской стороны соблюдались за счет следования конкретным целям: стимулирование производства товаров народного потребления, развитие высокотехнологичных отраслей, увеличение объемов экспорта и соответствующей дифференциации условий размещения иностранных инвестиций. Наиболее льготный режим создавался в небольших зонах технико-экономического развития, образованных в качестве промышленных центров экспортного и высокотехнологичного производства. В открытых районах, которые представляют собой обширные территории и более значимы для национальной экономики в целом, создавались менее льготные, но все же достаточно привлекательные условия. Большое значение для иностранных инвесторов имела четкость регламентации условий размещения капитала внутри зональных образований.

При создании СЭЗ учитывались родственные связи с диаспорой за рубежом. В отношении этнических китайцев, проживающих за рубежом, применялся более льготный режим, чем для других иностранных инвесторов. Кроме того, этническим китайцам была предоставлена большая свобода при сбыте продукции и а внутреннем рынке Китая, а также право на повышенную долю участия в совместных предприятиях. И как результат, в 1980-е гг. около 80 % всех поступлений иностранного капитала в СЭЗ Китая приходилось на Гонконг, Сингапур и Тайвань.

Китайское руководство пошло на значительные расходы при подготовке зональных территорий. При этом в основном использовались не дотационные, а возвратные условия финансирования: льготные займы государственных банков, выданных на 7-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 208 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

10 лет под 4 % годовых, средства коммерческих банков Китая.

Большая часть специальных зон и зон технико-внедренческого характера стали развитыми производственными комплексами с участием иностранного капитала. Число предприятий, размещенных в зонах и наладивших производство, достигает нескольких сотен, причем развитие СЭЗ идет устойчивыми темпами. Эффективность зональной стратегии Китая подтверждается тем фактом, что через специальные зоны в страну пришло свыше половины иностранных инвестиций.

В 1980-е гг. свободные экономические зоны создавались в странах Центральной и Восточной Европы, что связано со стремлением привлечь иностранные **инвестиции** и современные технологии, стимулировать развитие экспортных производств посредством введения особого экономического режима. В этих странах СЭЗ является началом рыночных реформ.

В Польше созданы два типа свободных зон: зоны свободной торговли (ЗСТ), или свободные таможенные зоны, и специальные экономические зоны. ЗСТ создавались на территории действующих предприятий (в частности, морских и речных портов, аэропортов, железнодорожных станций), где вводился особый беспошлинный режим и выполнялись торгово-сбытовые, транспортные и складские операции. Среди основных отличий организационно-экономических условий хозяйствования в ЗСТ Польши следует отметить: равные условия хозяйствования для иностранного и отечественного инвестора, наличие налоговых льгот, неограниченный перевод прибылей за границу, осуществление финансового оборота внутри ЗСТ в свободно конвертируемой валюте, применение ускоренной амортизации.

Специальные экономические зоны предусматривают введение беспошлинного режима, предоставление хозяйственным субъектам большей экономической свободы и ряда налоговых льгот: освобождение производственных фирм, действующих на территории зон, от уплаты налога на недвижимость в течение двадцати лет, полное или частичное освобождение от уплаты подоходного налога в течение двадцати лет.

В настоящее время в Польше зарегистрировано 9 зон свободной торговли и 3 спе-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 209 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

циальные экономические зоны. Всемирная торговая организация ограничила срок деятельности зональных образований обоих типов в Польше (за исключением зоны EVRO-PARK в Мелеце), чтобы дать всем своим членам равные права. С учетом интеграции польской экономики в Европейский союз предполагается создать две специальные экономические зоны в граничащих с государствами ЕС городах Костшинь и Слубице. При этом Костшиньская зона будет сотрудничать с крупнейшим в Европе технопарком «Научно-промышленный центр Виста».

Венгрия использовала режим классического оффшора, создав благоприятные условия зарубежным инвесторам. Объем иностранного капитала в экономике страны превышает 7 млрд. дол. США, что составляет более 50

В то же время на оффшорные компании распространяются некоторые ограничения: запрет на занятия банковской деятельностью; большинство руководителей и сотрудников должны быть гражданами Венгрии; при решении спорных вопросов и исполнении юридических актов на территории страны разрешено пользоваться услугами только венгерских адвокатов; запрет на долевое участие в других венгерских фирмах.

На начало 2002 г. в Российской Федерации создано более 20 свободных экономических зон, однако реально работают только 3 – СЭЗ «Калининград», СЭЗ «Выборг», СЭЗ «Находка». Подавляющее большинство российских СЭЗ оказались нежизнеспособными.

В Республике Беларусь в настоящее время существуют 6 свободных экономических зон: СЭЗ «Брест», СЭЗ «Минск», СЭЗ «Гомель-Ратон», СЭЗ «Витебск», СЭЗ «Гродноинвест» и СЭЗ «Могилев». Свободные экономические зоны Республики Беларусь комплексные и включают в себя свободные производственные, экспортные и таможенные зоны. Помимо этого, в СЭЗ «Брест» входят еще и свободная банковская, страховая и рекреационная зоны. Все отечественные зоны созданы на длительную перспективу – сроком от тридцати до пятидесяти лет.

В соответствии с концепцией организации СЭЗ в Республике Беларусь базовыми



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 210 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



принципами их создания являются:

- стимулирование производства продукции по новейшим технологиям в пределах географической территории, на которой устанавливаются налоговые и другие льготы и преференции для производителей экспортных и импортозамещающих товаров из местного и привозного сырья и материалов;
- либерализация банковской, страховой и иной деятельности, а также таможенных процедур в отношении товаров, не предназначенных для выпуска в свободное обращение на территории Республики Беларусь;
- равные защита и условия для развития всех форм собственности и обеспечение ее неприкосновенности;
- гармоничное сочетание интересов республики, регионов и субъектов хозяйствования на территории зон.

Свободные зоны Республики Беларусь должны решить целый комплекс актуальных задач, в том числе:

- содействие международной интеграции и сотрудничеству;
- ускорение социально-экономического развития отдельных регионов и совершенствование отраслевой структуры их деятельности при условии последующего слияния экономик СЭЗ или отдельных производств с хозяйственной структурой окружающего региона;
- оперативное внедрение в производство отечественных и зарубежных технологий с последующей передачей положительных результатов для широкого использования в национальной экономике и на внешних рынках;
- насыщение внутреннего рынка конкурентоспособными продуктами, изделиями и услугами производственного и потребительского назначения;
- развитие экспортной базы и увеличение валютных поступлений за счет более интенсивного включения соответствующих территорий в систему МЭО (торго-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 211 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

вых, валютно-кредитных, страховых, информационных, транспортных и других отношений) на основе использования преимуществ зон;

- апробация на локальном уровне различных вариантов внедрения новых форм хозяйствования, приспособленных к условиям мирового рынка. Особое значение имеет практическое обучение отечественных специалистов приемам и методам международного бизнеса с последующим использованием полученных знаний и навыков в системе национального хозяйства.

В целом влияние хозяйственной деятельности резидентов белорусских зональных структур на экономику страны можно охарактеризовать как незначительное, так как их удельный вес в основных макроэкономических показателях не превышает 1,5-2,5 %, а производительность труда, объем инвестиций на создание одного рабочего места и фондовооруженность мало отличаются от сложившегося в среднем по республике уровня аналогичных показателей. Свободные экономические зоны пока не стали теми точками экономического роста, которые могли бы реализовать инвестиционный и экспортный потенциал Республики Беларусь и вывести страну на новый технологический уровень производства. Частично это можно объяснить периодом становления СЭЗ. В то же время растущие объемы инвестиций и анализ основных показателей деятельности резидентов белорусских свободных зон свидетельствует о более динамичном развитии СЭЗ в сравнении с другими регионами республики. Это дает основания предполагать об увеличении роли свободных экономических зон в экономике страны.

## 11.4 Экономический механизм функционирования СЭЗ

Основой для формирования особого режима хозяйственной деятельности в СЭЗ является специальный экономический механизм функционирования свободных зон, включающий в себя преференциальное налогообложение, таможенный режим, валютный механизм, банковскую систему, инвестиционное регулирование и админи-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 212 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

стративные льготы.

Разработка механизма функционирования зональных образований – комплексная задача, для решения которой необходимо учитывать усредненные мировые стандарты и индивидуальные особенности каждой отдельно взятой зоны. Систему льгот и преференций, как важную составляющую инвестиционного климата СЭЗ, следует варьировать между двумя полюсами – ожидаемой инвесторами прибыли и интересами принимающего государства.

На основе инструментальной классификации можно выделить 4 группы льгот, определяющих принципы функционирования свободных зон.

1. *Внешнеторговые льготы* представляют собой введение особого таможенного режима (снижение или отмену экспортно-импортных пошлин) и упрощение в осуществлении внешнеторговых операций.

2. *Фискальные льготы* направлены на налоговое стимулирование производственной и другой предпринимательской деятельности. Эти преференции могут затрагивать налоги на прибыль, доход, имущество, амортизационные отчисления, издержки на НИОКР, постоянное или временное освобождение от налогообложения.

3. *Финансовые льготы* реализуются путем установления низких цен на коммунальные услуги, сниженной арендной платы за пользование землей и помещениями или предоставления различных субсидий и преференциальных кредитов.

4. *Административные льготы* предоставляются администрацией СЭЗ для упрощения и ускорения процедуры регистрации предприятий, решения других организационных проблем.

В зональной практике существуют два концептуально разных подхода в предоставлении льгот:

- территориальный подход, при котором СЭЗ представляют собой специально отведенные территории с определенным режимом;
- режимный подход, гарантирующий определенные преференции резидентам СЭЗ в той мере, в которой они отвечают определенным критериям.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 213 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



Режимный подход дает возможность поощрять приоритетные виды деятельности независимо от их месторасположения, позволяет инвесторам выбирать месторасположение и обеспечивает прочные связи с местными предприятиями, так как резиденты подобных СЭЗ работают в условиях местного окружения. В противоположность этому территориальный подход дает возможность предоставления инвесторам сконцентрированной на определенной территории инфраструктуры, которая отсутствует на всей территории страны-учредителя зоны и создания адекватных административных структур с высококвалифицированным персоналом, который не сохраняется при режимном подходе.

Анализ опыта функционирования свободных экономических зон в разных странах мира позволяет сделать вывод об унификации условий, которые создаются с целью привлечения в зону потенциальных инвесторов. Множество конкурирующих между собой СЭЗ предоставляют инвесторам схожий, за исключением незначительных отклонений, перечень преференций и поощрений (каждому типу СЭЗ соответствует свой определенный набор преференций, определяющий ее специфику):

- отмена или существенное снижение таможенных пошлин при импорте на территорию СЭЗ сырья, комплектующих и оборудования для организации экспортного производства, беспошлинное хранение и переработка транзитных грузов и льготы на внутренней границе зонального образования при ориентации на импортозамещение;
- уменьшение ставок налогообложения и других выплат, отмена ряда налогов. В СЭЗ возможно освобождение (временное, частичное или полное) на определенный срок от уплаты некоторых налогов, так называемые налоговые каникулы. Льгота в форме налоговых каникул распространяется не только на налог на прибыль и дивиденды, но и на другие виды налогов: налог на индивидуальные доходы, имущественный налог и др.;
- снижение объекта налогообложения, в частности освобождение от налогов реинвестируемой прибыли (обычно на срок от 5 до 10 лет) и прибыли, переводимой



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 214 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

мой за рубеж;

- возможность самостоятельно определять сроки амортизации;
- безлицензионный вывоз за границу собственной продукции иностранных фирм и ввоз ее для собственных нужд.

Однако при широком распространении свободных экономических зон в мире стимулы играют меньшую, чем прежде, роль в привлечении капиталовложений. Более значимыми являются такие факторы, как политическая и экономическая стабильность, долгосрочные инвестиционные гарантии, качество инфраструктуры, квалификация и стоимость рабочей силы.

Как уже отмечалось, каждому типу СЭЗ соответствует свой определенный набор предпочтений, определяющий ее специфику. Зоны различаются прежде всего тем, получают ли они статус таможенной экстерриториальности или действуют в рамках национальной таможенной территории.

Зоны свободной торговли обладают такими преференциями. Продукция иностранного производства, ввозимая на территорию зоны, не подлежит обложению таможенными пошлинами и другими видами регулирования импорта, предусмотренными законодательством данного государства. Во многих зонах свободной торговли также предусматривается освобождение от налога на добавленную стоимость, других местных налогов и сборов.

При импорте из СЭЗ продукции данной модели на внутренний рынок она облагается таможенной пошлиной и другими налогами, исключение составляют товары, прошедшие переработку или общее изменение их качественного состояния (например, сборка продукции из ввезенных в зону деталей и комплектующих). В этом случае пошлина и налоги взимаются только с импортного компонента в продукции, в то время как добавленная стоимость таможенными сборами не облагается.

Режим в промышленно-производственных зонах направлен не только на стимулирование предпринимательской активности, но и на координацию вкладываемого капитала в соответствии с приоритетами хозяйственного развития принимающей



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 215 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

страны. Главной особенностью таможенного режима свободных зон этого типа является освобождение от уплаты таможенных платежей и пошлин при ввозе или вывозе продукции производственного назначения, предназначенной для производства импортозамещающей продукции или товаров на экспорт. Такие же условия действуют при ввозе или вывозе продукции собственного производства при наличии сертификата, подтверждающего происхождение товара.

Помимо вышеизложенного, к числу базовых льгот в промышленно-производственных зонах относятся:

- освобождение на определенный срок от уплаты налогов – налоговые каникулы. Льгота в форме налоговых каникул распространяется не только на налог на прибыль и дивиденды, но и на другие виды налогов: налог на индивидуальные доходы, имущественный налог, плату за землю;
- снижение ставок налогов;
- снижение налогооблагаемой базы путем вычета из нее реинвестируемой прибыли, затрат на инфраструктуру, расходов на профессиональное обучение работников, отчислений в резервные и страховые фонды;
- ускоренная амортизация производственного оборудования предприятий – резидентов СЭЗ, направленная на быстрое техническое перевооружение производственного процесса и иногда достигающая 100% в первый год эксплуатации;
- предоставление в качестве инвестиционного стимула субсидированного кредита. Субсидии предоставляются в форме скидок с процентов по кредитам, снижения рентных платежей за пользование землей, строениями и другими услугами, предоставляемыми администрацией зон;
- разрешение свободного перевода прибыли и репатриации капитала.

Преференции СЭЗ импортной и импортозамещающей модели промышленно-производственных зон имеют конкретную направленность и обладают следующими особенностями:



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 216 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



- снятие протекционистских барьеров при продвижении продукции из свободной экономической зоны вглубь страны;
- стимулирование ввоза на внутренний рынок продукции, произведенной в СЭЗ. Так, во многих импортозамещающих зонах при таможенном обложении товаров из налогооблагаемой базы вычитаются добавленная стоимость, накладные расходы, прибыль и издержки транспортировки;
- регламентация по обязательному использованию при производстве местного сырья и материалов, вводится так называемый индекс национализации готовой продукции, предусматривающий соотношение импортных и местных компонентов не менее чем один к трем.

В технико-внедренческих зонах промышленно развитых стран применяется фактически тот же набор налоговых преференций, который действует на территории данного государства по отношению ко всем инвесторам и производителям в наукоемких отраслях. Техничко-внедренческие зоны развивающихся стран, в частности, СЭЗ новых индустриальных стран Азии, имеют льготы и стимулы, характерные для промышленно-производственных зон.

В крупных СЭЗ комплексного типа система льгот часто построена на одновременном использовании территориального и режимного подхода предоставления преференций. Определенные виды льгот предоставляются всем хозяйствующим агентам свободной экономической зоны. Кроме того, отдельным субъектам предоставляются льготы адресного характера, направленные на стимулирование конкретных видов деятельности (например, производство экспортной или импортозамещающей продукции) либо на поддержку отраслей, имеющих непосредственное значение для данной территории (например, развитие транспортной инфраструктуры).

Существенное значение для привлечения иностранных инвесторов в свободные зоны имеет решение проблемы устранения двойного налогообложения.

Валютный механизм свободных экономических зон представляет собой совокупность валютно-экономических отношений, посредством которых осуществляется де-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 217 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

нежный оборот, аккумулируются и используются валютные ресурсы, необходимые для производственной деятельности в СЭЗ. Валютный механизм включает в себя такие функциональные и институциональные элементы, как валюту расчетов, порядок международных валютных расчетов, режим валютных курсов, валютные ограничения и органы, регулирующие и обслуживающие валютные отношения в СЭЗ.

Мировой опыт функционирования свободных зон показывает, что в качестве валюты расчетов в странах с переходной экономикой может использоваться национальная валюта, специальные сертификаты и свободно конвертируемая валюта.

Возможны несколько способов организации денежного обращения в СЭЗ. Первый предполагает использование свободно конвертируемой валюты при расчетах внутри зоны, с внезональными предприятиями страны – учредителя СЭЗ и иностранными партнерами. Система расчетов в этом случае строится на принципах «валютного анклава». Преимуществами данного варианта являются простота организации, отсутствие проблем, связанных с конвертацией доходов и двойной отчетности, а также упрощение системы обменных курсов через организацию в СЭЗ валютного рынка. Однако использование этого варианта построения системы денежного обращения делает недостижимой главную цель формирования свободных экономических зон в странах с переходной экономикой – постепенную интеграцию в мировое хозяйство и сопутствующую производственную модернизацию. В этом случае иностранные резиденты зон будут специализироваться на экспортной переработке продукции и их связи с предприятиями национальной экономики будут незначительными.

Получая доходы в иностранной валюте, зональные предприятия будут расходовать их в основном за рубежом, поскольку национальные поставщики не смогут предложить аналогичные по качеству сырье и комплектующие. Лишь незначительная часть валюты будет израсходована в этом случае в принимающей стране: заработная плата работников предприятий, аренда земли и помещений, коммунальные услуги.

При построении системы денежного обращения вторым способом дополнительно



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 218 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

к СКВ вводится особая валюта или сертификаты, которые могут выступать в наличной или безналичной форме. Эти сертификаты обычно применяются при расчетах резидентов СЭЗ между собой и с внезональными предприятиями на территории принимающей страны. Международные расчеты осуществляются в СКВ.

Система денежного обращения, основанная на использовании сертификатной валюты, была сформирована в китайских свободных экономических зонах, где сертификаты вводились с целью замены наличной валюты. Однако доля сертифицированной валюты в общем объеме валют, обслуживающих зоны, была невелика, а оценка обращения сертификатной валюты, по мнению китайских экономистов, ниже удовлетворительной.

В третьем случае вместо сертификатов используется национальная валюта, в которой осуществляются расчеты в пределах свободной зоны и на территории страны. Расчеты с другими странами осуществляются в СКВ. Это самый распространенный вариант организации денежного обращения в СЭЗ развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Он способствует интеграции национальной экономики в мировое хозяйство и стимулирует иностранных инвесторов.

Обращение национальной и свободно конвертируемой валюты в свободных зонах предполагает специальный механизм их обмена, создание в зоне развитого валютного рынка. К функциям валютного рынка можно отнести осуществление расчетов, диверсификацию валютных резервов предприятий, страхование валютных рисков и проведение валютной политики государства. С институциональной точки зрения валютный рынок СЭЗ должен представлять собой совокупность банковских и кредитных организаций, валютных бирж, брокерских и страховых фирм. Валютный рынок свободной экономической зоны должен отвечать всем требованиям, предъявляемым к валютным рынкам на данном этапе: широко использовать глобальные компьютерные сети и другие современные средства коммуникаций, владеть унифицированной техникой валютных операций и поддерживать непосредственные связи с зарубежными валютными рынками.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 219 из 268

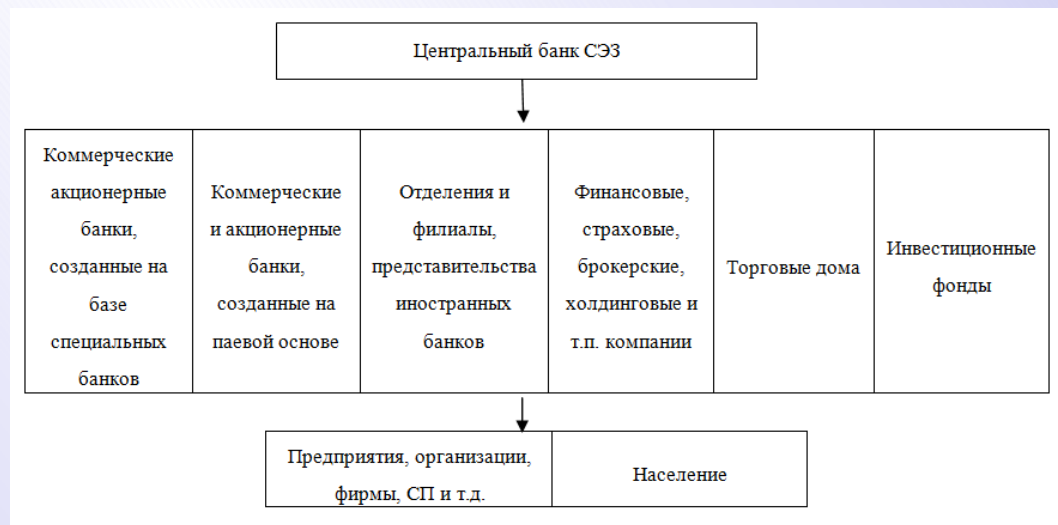
Назад

На весь экран

Закрыть



В большинстве свободных экономических зон действует традиционная двухуровневая банковская система, представленная на рисунке 11.2.



**Рисунок. 11.2 - Банковская система свободных экономических зон**

Центральный или уполномоченный банк свободной зоны выполняет роль регулирующего органа банковской системы. На него возлагаются функции проведения валютно-финансовой политики СЭЗ, единого эмиссионного и координирующего центра. Обычно роль центрального банковского учреждения СЭЗ выполняет отделение Национального банка принимающей страны.

Перспективным направлением является регистрация коммерческих банков в качестве резидентов свободных экономических зон. Банки-резиденты становятся основным звеном банковской системы, вокруг которого складывается рынок валюты, товаров и услуг, к их функциям относят комплексное обслуживание клиентов и другие банковские операции. Кроме того, регистрацию коммерческих банков в качестве



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 220 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

резидентов можно рассматривать как инвестирование.

Помимо коммерческих банков банковская система СЭЗ должна включать другие финансовые институты, отличающиеся четко выраженной специализацией: ипотечные банки, страховые общества, инвестиционные фонды. При этом важную роль могут сыграть институты, связанные с финансированием инфраструктуры, приватизацией собственности, развитием новых форм хозяйствования, – банки развития, инвестиционные и венчурные фонды.

В заключение необходимо отметить, что основой системы привлечения капиталовложений и обеспечения деятельности экономических субъектов в свободных зонах должны быть:

- законодательная база, обеспечивающая надежную правовую защиту иностранных и национальных капиталовложений;
- использование рыночных методов регулирования;
- учет национальных приоритетов в процессе привлечение иностранных инвестиций.

Для эффективного функционирования свободной экономической зоны необходимо сразу определить степень либерализации инвестиционного климата в СЭЗ. Успех зональных образований во многом зависит от их стабильности, причем правовые изменения и возможные поправки в зональной политике желательны только в сторону усиления либерализации, в то время как введение дополнительных ограничений в деятельности СЭЗ может подорвать доверие потенциальных инвесторов.

## 11.5 Оффшорные зоны

*Оффшорные зоны* представляют особый тип СЭЗ, так как зарегистрированные в них предприятия не имеют права осуществлять какую-либо производственную деятельность. Оффшорные зоны предоставляют резидентам следующие преимущества:

- существенные налоговые льготы, которые могут представлять собой полную



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 221 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

отмену налогов, значительное снижение ставок налогов либо возможность уплаты небольшого паушального налога. Налог на прибыль в оффшорных зонах отсутствует или составляет 1-2 %, вместо него взимается ежегодный сбор, установленный в разных оффшорных зонах от 50 до 1000 дол.; отсутствие таможенных пошлин и экспортно-импортных квот;

- низкий уровень уставного капитала и свободный вывоз прибыли;
- возможность списания затрат на месте;
- практически полное отсутствие валютного контроля и проведение внешнеэкономических операций в любой валюте;
- гарантированная анонимность и конфиденциальность финансовых операций. В оффшорных юрисдикциях обычно предлагается номинальный сервис. В этом случае в создаваемой оффшорной компании назначается номинальный директор (обычно это местные жители), а в случае необходимости и акционеры, которые подписывают в пользу реального владельца отказ от любых претензий и прав на владение компанией. Директор компании, чье имя будет использовано при регистрации оффшорной компании, выписывает на имя реального владельца генеральную доверенность на управление компанией, по которой он оставаясь неизвестным, имеет право самостоятельно управлять компанией.

Идея оффшорного бизнеса родилась еще в конце XIX в. и основывалась на судебных прецедентах британского суда по вопросам налогообложения иностранных резидентов. Основы современных принципов оффшорных зон были разработаны в Великобритании. Именно поэтому первоначально оффшорные центры создавались в Великобритании и ее бывших колониях. В 1970-е гг. началось массовое создание оффшорных зон. В настоящее время в мире существует более 60 крупных оффшорных центров.

Оффшорные зоны затрагивают широкий спектр разнообразных сфер деятельности: банковское и страховое дело, операции с недвижимостью, все виды экспортно-импортных операций, консалтинг и инжиниринг. Например, Каймановы острова яв-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 222 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



ляются одним из крупнейших финансовых и банковских центров: 20 из 25 крупнейших банков мира имеют там свои филиалы.

Оффшорные зоны принято классифицировать по набору преференций и стимулов, которые и формируют особенности финансово-экономической деятельности компаний. Страны, где регистрируют оффшорные компании, условно можно разделить на несколько категорий.

1. Прежде всего, это небольшие государства, острова с невысоким уровнем развития собственной экономики, с достаточно высокой политической стабильностью (Багамские острова, Британские Виргинские острова, Вануату, Сейшельские острова и др.). Как правило, эти государства не предъявляют никаких требований к отчетности, единственное требование – внести фиксированный сбор в казну. Обычно в таких странах не ведется реестр акционеров и директоров, конфиденциальность обладания такой компанией очень высокая; такие компании используют как сейф и для финансовых транзакций.

2. Государства, где кроме оффшорных компаний, существуют обычные, которые могут принадлежать нерезидентам, но при условии ведения хозяйственной деятельности внутри этой страны они могут потерять льготный безналоговый статус. Для того чтобы доказать, что компания не вела такой деятельности, в таких странах ежегодно следует проходить аудит и сдавать отчеты. Со стороны правительств этих государств контроль более жесткий, чем в предыдущем случае, ведется реестр директоров и акционеров, но и престиж компаний гораздо выше. Это – Кипр, Ирландия, Гибралтар, Люксембург, Швейцария и др.

3. И, наконец, совсем не оффшорные страны, но если зарегистрировать компанию определенным образом и выполнять установленные правила, то можно работать и платить совсем незначительные налоги. Это – США, Великобритания, Канада и др. В этих странах надо платить налоги и сборы, ведутся регистры директоров и акционеров. Однако предусмотрены организационно-правовые формы, предполагающие перечисление в бюджет только фиксированных сборов.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 223 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

*Оффшорная компания* – это компания, зарегистрированная в оффшорной зоне. Она не ведет хозяйственной деятельности в стране регистрации, а владельцы и директора являются нерезидентами. Оффшорная компания представляет собой предпринимательское товарищество, эквивалентом которого является общество с ограниченной ответственностью или акционерное общество, но в отличие от местных предпринимательских товариществ оффшорная компания полностью освобождена от уплаты налогов или платит низкие налоги в стране регистрации при условии, что она не извлекает доходов в этой стране.

Цели создания оффшорной компании могут быть различными. Так, если раньше оффшор был необходим в основном для вывоза капитала, то теперь он выступает довольно эффективным инструментом стабилизации платежей, регулирования цены экспортно-импортных контрактов, самофинансирования, оплаты валютных контрактов, передачи оборудования в лизинг, поставок сырья, покупки недвижимости за рубежом, хранения денежных средств, а так же ведения инвестиционной и спекулятивной деятельности на мировых финансовых рынках. Рассмотрим несколько вариантов.

Предположим, что предприниматель накопил некие денежные средства и хочет разместить их в безопасном месте, иметь к ним немедленный доступ, свободно распоряжаться ими, перемещать их по всему миру и предостеречься от политической или экономической нестабильности того государства, где он живет. Для этого нужен банк в надежной, стабильной стране. Но если открыть счет на свое имя, то очень велика вероятность нарушения конфиденциальности (личная кредитная карта с именем владельца прямо говорит о наличии счета за границей), к тому же возможности использования счета могут быть ограничены. Выход – открыть оффшорную компанию, где можно быть директором, распоряжаться счетом компании и при правильном выборе юрисдикции этой компании решить все поставленные задачи.

В другом случае оффшорная компания может являться участником бизнеса.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 224 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Представим, что компания активно ведет внешнеэкономическую деятельность. В этом случае будет целесообразно оптимизировать налоги, ускорить финансовые потоки и обеспечить их надежность, уберечься от давления фискальных органов. Создание оффшорной компании позволит решить многие проблемы. Она может выступать посредником между местной компанией и продавцом (покупателем), с которым компания ведет свой международный бизнес, и получать большую часть прибыли от сделки, выводя ее из-под налогообложения. Для ведения торговых операций специалисты советуют открывать компании в юрисдикциях, которые имеют договор об избежании двойного налогообложения с нашей страной и не отнесены властями к оффшорным зонам.

Выгодно использовать оффшорную компанию при импорте основных средств. Чтобы импортировать оборудование и не выплачивать при этом таможенные тарифы и НДС, целесообразно приобрести оборудование на оффшорную компанию и затем внести его в уставный фонд совместного предприятия. Можно также оформить лизинг этого оборудования для компании, что позволит переводить за границу процентные платежи.

Однако следует проводить четкую грань между доходами юридического лица (оффшорной фирмы) и его учредителя – физического лица. Зарегистрировав компанию в оффшорной юрисдикции, ее владелец обеспечивает ей полное или значительное освобождение от налогов. Однако сам он при этом как физическое лицо остается резидентом другого государства. Поэтому воспользоваться сэкономленной прибылью в личных целях на законном основании он может, только уплатив в своей стране подоходный налог со своих всемирных доходов.

Регулированием оффшорной деятельности занимается ряд международных организаций. Прежде всего, это экспертная организация Международная служба финансовых действий (ГАТК), которая была создана в 1989 г. странами «большой семерки» для борьбы с легализацией преступных доходов. Контролем за оффшорной деятельностью также занимается Международная финансовая полиция. Важ-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 225 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



ное значение имеют международные соглашения по сотрудничеству в сфере сбора налогов и конфискации результатов преступной деятельности, заключаемые ведущими странами. Эти соглашения создали новый тип организаций, которые следят за прохождением финансовых потоков через все основные оффшорные финансовые центры мира.

Помимо международных соглашений и организаций каждая страна разрабатывает собственные меры регулирования оффшорного бизнеса. За последние 2 года почти во всех странах СНГ «антиоффшорное» законодательство ужесточилось, и Республика Беларусь не стала исключением. С 1 апреля 2003 г. вступил в силу Указ Президента Республики Беларусь «Об оффшорном сборе». Согласно этому Указу, объектами взимания 15 % оффшорного сбора стало всякое перечисление денежных средств резидентом Республики Беларусь нерезиденту, зарегистрированному в оффшорной зоне, либо иному лицу по обязательству перед этим нерезидентом или на счет, открытый в оффшорной зоне. Помимо этого, к объектам обложения оффшорным сбором отнесено исполнение обязательства в неденежной форме перед нерезидентом Республики Беларусь, зарегистрированным в оффшорной зоне.

Национальным банком республики представлен перечень из 55 зон, в которых действует льготный налоговый режим и (или) не предусматривается раскрытие и предоставление информации о финансовых операциях и к которым применим указ об оффшорном сборе. В Республике Беларусь разработан порядок применения соглашений об избежании двойного налогообложения. Однако, несмотря на ужесточение законодательства, оффшорный бизнес остается выгодным, и число компаний с белорусским капиталом, зарегистрированных в оффшорных зонах, увеличивается.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 226 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

## Тема 12. УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ РЕАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

### *Неопределенность и риск реальных инвестиций*

Прежде чем приступить к анализу влияния различных видов экономических и производственных видов рисков на эффективность реализации инвестиционных проектов, уточним основные теоретические положения, определения и формулировки, которые использует современная экономическая наука.

В словаре В.И. Даля риск определяется как «предприимчивость, действие наудачу в надежде на счастливый исход». С.И. Ожегов в первую очередь рассматривает риск как возможную опасность. Достаточно часто встречается определение, что риск – это опасность, угрожающая успешному результату.

В некоторых изданиях дается определение риску как деятельности физического лица (предпринимателя) или юридической структуры (предприятия) в ситуации неопределенности относительно вероятного результата, когда принимающий решение человек или управленческий аппарат, не будучи в состоянии твердого убеждения однозначно предугадать, добьется ли он выигрыша или будет проигрыш, оказывает перед неизбежностью выбора конкретного решения из нескольких альтернативных вариантов.

В словаре Вебстера риск определяется как «опасность возможного убытка или ущерба», т. е. риск относится к возможности наступления какого-либо неблагоприятного события.

В современной экономической науке нет однозначного понимания сущности риска. Это объясняется наличием многих, резко отличающихся друг от друга оценок различных аспектов этого явления. Оказывает свое влияние и фактор практически полного игнорирования данного экономического явления как предмета научного исследования, как реального механизма, непосредственно влияющего на производство со стороны государственных законодательных структур и органов управления хозяйствующих субъектов.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 227 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

Необходимо отметить, что все определения риска базируются или исходят из непосредственных причин риска и их неопределенности в свершении. То есть такие формулировки, как «риск – это неуверенность в будущем» или «риск – это негативное отклонение от намеченной цели», «риск – это угроза, опасность возникновения ущерба» и т. д., абсолютно правомерны.

Существует множество определений, когда риск определяется как деятельность, связанная с возможным ущербом, затратами или потерей экономического эффекта, возникающих при реализации определенного планового варианта в неоптимальных условиях. Другой аспект проблемы связан с тем, что риск определяется как деятельность в надежде на успешный исход или возможность получения дополнительного выигрыша.

Многие определения, применяемые в современной экономической литературе, основываются на формах и методах воздействия на риск. Такие определения необходимо предметно анализировать, чтобы не произошло произвольной подмены сути понятия «риск» и «авантюра». Например, предлагается определение, формулирующее возникновение ситуации, в которой решение изначально содержит явно необоснованный риск. Это авантюра, т. е. начинание, осуществляемое без учета условий, возможностей и реальных сил в расчете на случайный успех и, как правило, обреченное на провал. Возможна и следующая формулировка: авантюра – предпринимательский проект, при осуществлении которого объективно отсутствуют предпосылки реализации задуманной цели.

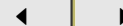
Риск как экономическая категория присутствует в основном при возникновении рыночных отношений, но определенные виды риска характерны и для государственной плановой экономики. В современной экономической науке принято выделять следующие виды риска (в некоторых случаях взаимодополняющие друг друга), относительная значимость которых неодинакова для различных видов предпринимательства и производственной деятельности и постоянно меняется с течением времени.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 228 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



### *Производственный риск*

Производственный риск обусловлен изменчивостью процесса производства, вызванной постоянно действующими различными непредсказуемыми факторами. На данный вид риска оказывают существенное влияние большинство экономических рисков, многие из них являются составляющими или исходящими для возникновения производственного риска. В агропромышленном комплексе к постоянным факторам промышленного риска можно отнести погодные условия, болезни, вредителей растений и животных, временной фактор. Для сельскохозяйственного производства характерны периодические колебания размеров урожая, качества продукции (например, клейковина зерна), темпов прироста живой массы скота, рациона кормления, падежа скота, сроков службы техники и др. Производственный риск выражается в невыполнении предприятием своих планов и обязательств по производству продукции, товаров или услуг, других видов производственной деятельности в результате как неблагоприятного воздействия внешней среды, так и неправильного использования техники и оборудования, основных и оборотных фондов, сырья, энергоресурсов, рабочего времени и т. д. Возможные причины возникновения – гибель или повреждение оборудования, возможное снижение предполагаемых объемов производства, рост материальных и других затрат, повышение ставки налогов, нарушение сроков поставки сырья и комплектующих деталей и т. д.

### *Рыночный риск*

Рыночный риск – этот вид риска вызван изменчивостью и непредсказуемостью цен на продукцию и цен на такие производственные факторы, как материальные ресурсы, сырье, энергетику, транспорт и т. д. В свою очередь, непостоянство цен отражает изменение спроса и предложения.

### *Финансовый риск*

Финансовый риск связан с финансовым обеспечением производства и вероятной возможностью невыполнения финансовых обязательств. Рост объемов и стоимости кредитов, непредвиденное движение денежных средств создают угрозу невозмож-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 229 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

ности выплат по всем имеющимся обязательствам, что в итоге создает устойчивую вероятность наступления банкротства. Причиной риска может быть и обесценивание инвестиционно-финансового портфеля вследствие изменения валютных курсов.

### *Риск устаревания*

Основными причинами возникновения являются существующие многолетние способы производства, требующие постоянных определенных капитальных вложений. Данные производства могут оказаться устаревшими при освоении новых технологий. Риск здесь может заключаться в том, что внедряемые инновационные технологии принимаются слишком рано (к их использованию и применению могут оказаться неподготовленными потребители продукции, организации-смежники, сбытовые торговые организации и т. д.) или слишком поздно.

### *Риск ущерба*

Риск ущерба от несчастного случая – традиционный источник риска, существующий при всех видах общественно-экономических формаций, подразумевает ущерб, который причиняется имуществу физических и юридических лиц последствиями пожаров, стихийных бедствий (наводнения, землетрясения, грады, бури, ураганы, оползни, сели, смерчи, тайфун и т. д.) или хищений. Следует учитывать такую особенность, что сумма страховки от таких потерь может оказаться заниженной из-за инфляции.

### *Юридический риск*

Основными факторами возникновения данного вида риска являются непостоянство и неопределенность норм законодательства, правительственных актов и программ, несовпадение огромного количества подзаконных актов (инструкций, комментариев, постановлений, дополнений, разъяснений и т. д.) с основными законами, изменения законодательной базы, отражающие перемены в общественных настроениях. Наиболее часто подвергаются изменениям такие области, как охрана окружающей среды, контроль за использованием химикатов и вредных веществ. Кроме того, руководители предприятий и организаций могут быть подвергнуты различным



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 230 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

видам наказаний (вплоть до заключения под стражу) из-за несчастных случаев на производстве.

### *Человеческий фактор риска*

Этот традиционный вид риска характеризуется постоянно существующим фактором непредсказуемости в отношении характера, состояния здоровья и поведения человека. Наиболее характерные примеры – потеря в самый ответственный момент производства ключевого работника-специалиста (немотивированный невыход на работу, алкогольный запой и т. д.), нечестность и ненадежность деловых партнеров, болезнь, материнство и детство (часто повторяющийся невыход на работу из-за ухода за больным ребенком), старость, смерть.

### *Коммерческий риск*

Коммерческий риск – риск, совпадающий по некоторым признакам с рыночным риском, возникает в основном в сфере обращения, в процессе реализации произведенных или закупленных товаров и услуг. Основными причинами возникновения коммерческого риска являются: снижение объема реализации вследствие изменения конъюнктуры, потери товара, повышения закупочной цены товара и издержек обращения.

### *Экономический риск*

Признаки экономического риска встречаются практически во всех видах рассматриваемых рисков. Определяется нарушением порядка экономической деятельности предприятия и не достижением запланированных основных показателей. Экономический риск возникает при неблагоприятной ситуации на потребительском рынке или при управленческих просчетах руководства предприятия. Проявлением этого вида риска выступает невыполнение плана производства, плана реализации товара, превышение запланированной суммы издержек обращения и т. д.

### *Ценовой риск*

Ценовой риск – часто встречающийся и наиболее опасный вид риска для предприятий сферы обращения. В деятельности предприятий торговли он проявляется в



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 231 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



виде повышения уровня цен закупки товаров при сохранение или снижении уровня цен их реализации; в снижении уровня цен реализации товаров на потребительском рынке при неизменном уровне цен их закупки; в повышении уровня цен и тарифов на услуги сторонних организаций (транспортных, рекламных и т. д.).

### *Валютный риск*

Этот вид риска характерен для участников внешнеэкономической деятельности. Чаще всего проявляется в недополучении прибыли в результате непосредственного воздействия изменения обменного курса иностранной валюты, используемой во внешнеэкономических торговых операциях предприятия, на ожидаемые денежные потоки от этих операций. Импортируя товары, предприниматель проигрывает от повышения обменного курса соответствующей иностранной валюты по отношению к национальной. Снижение этого обменного курса ведет к финансовым потерям предпринимателей, осуществляющих экспорт товаров.

Причиной возникновения валютного риска может служить правительственное решение, вызванное падением курса национальной валюты: ограничение на хождение иностранных валют, обмен денег, искусственное сдерживание роста заработной платы и др.

### *Процентный риск*

Процентный риск состоит в непредвиденном изменении кредитной и депозитной процентной ставки на финансовом рынке. Процентный риск проявляется в финансовых потерях от снижения поступления денежных средств в процессе использования финансовых активов, в эмиссионной деятельности предприятия. Причинами; возникновения этого вида риска являются изменение конъюнктуры денежного рынка под воздействием государственного или рыночного регулирования учетной процентной ставки, уменьшение объема предложений свободных денежных ресурсов коммерческими банками, снижение спроса хозяйствующих субъектов на финансовые ресурсы. Рост процентных ставок отрицательно сказывается на деловой активности всех отраслей, связанных со строительством и инвестированием. Как следствие



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 232 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

роста процентных ставок может измениться обменный курс валюты, что в свою очередь влияет на рост деловой активности.

### *Инфляционный риск*

Инфляционный риск возникает в условиях высоких темпов общеэкономической инфляции и на современном этапе носит постоянный характер. Характеризуется возможностью обесценивания реальной стоимости капитала предприятия, хранимого в денежных активах и формируемого в отдельных финансовых фондах (например, амортизационный фонд).

### *Инвестиционный риск*

В самом общем плане выделим два основных вида инвестиционного риска – риск реального инвестирования (нарушение сроков работы, низкое качество, несоблюдение проектно-сметной документации, превышение размеров сметно-финансового бюджета инвестиционного проекта) и риск финансового инвестирования (снижение курсовой стоимости акций).

### *Налоговый риск*

Основными причинами возникновения налогового риска являются вероятность введения новых налогов, увеличение уровня налоговых ставок, изменения условий и сроков уплаты налогов, и налогового кредита, вероятность отмены действующих налоговых льгот. В случае изменения государственной налоговой политики может наступить вероятность налогового риска для государства – он проявится в виде сокращения налоговых поступлений в бюджет.

### *Риск неплатежеспособности*

Характеризуется низким уровнем ликвидности оборотных активов и недостаточным опытом работы специалистов финансового направления, допустивших неравномерное поступление и расходование денежных средств.

### *Риск потери финансовой устойчивости*

Он отражает явно завышенную долю использования заемных средств по отношению к собственному капиталу предприятия. Этот вид риска формирует условия



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 233 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

неплатежеспособности предприятия в будущем периоде и одновременно ограничивает доступ к кредитным ресурсам, необходимым для выхода из состояния этой неплатежеспособности.

### *Предпринимательский риск*

Предпринимательский риск – это опасность потенциальной возможности потери ресурсов или недополучения доходов по сравнению с вариантом, рассчитанным на рациональное использование ресурсов.

### *Управленческий риск*

Управленческий риск – это осуществление управленческой деятельности в условиях неопределенности, когда имеющиеся в распоряжении предпринимателя аналитические возможности не позволяют принять оптимальное решение, гарантирующее достижение поставленной цели.

### *Страховой риск*

Страховой риск – это риск наступления предусмотренного условиями страхования события, в результате которого страховщик обязан выплатить страховое возмещение. Основными причинами являются: форсмажорные обстоятельства (катастрофы, войны и т. д.), ошибки в определении страховых тарифов и т. п. Он характерен для предприятий-участников внешнеэкономической деятельности. Данный вид риска полностью зависит от политико-экономической стабильности стран, с которыми осуществляются импортно-экспортные операции. Основными причинами возникновения риска являются: национальные особенности государственного устройства и законодательства страны-партнера; нестабильность правительства, находящегося у власти; неэффективная экономическая политика, проводимая правительством; различные внутренние проблемы страны-партнера.

Страховой риск проявляется в проводимых государством ограничениях в валютном и торговом регулировании, квотировании, лицензировании, таможенном законодательстве.

### *Риск форсмажорных обстоятельств*



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 234 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



Риск форсмажорных обстоятельств – это риск стихийных бедствий (все природные катастрофы), войны, революции, забастовки и происшествия, которые не позволяют осуществлять производственную и предпринимательскую деятельность. Возмещение потерь, вызванных данными обстоятельствами, осуществляется, как правило, посредством страхования в специальных страховых компаниях.

#### *Организационный риск*

Он обусловлен недостатками в организации работы предприятия. Основными причинами являются: недостаточный профессиональный опыт руководства предприятия; недостаток специальных знаний управленческого персонала; ошибки в подборе кадров; плохая организация труда; утечка информации по стратегическим вопросам к потенциальным конкурентам.

#### *Ресурсный риск*

Основными причинами ресурсного риска являются: нехватка рабочей силы и материалов; срывы поставок предприятиями-партнерами; хищение материальных запасов; непредусмотренная порча материальных запасов или невыявленный брак. Любое проявление ресурсного риска приводит к увеличению сроков реализации инвестиционного проекта, а значит, и к его удорожанию.

#### *Портфельный риск*

Данный вид риска характерен для инвестиционных компаний и управляющих трастовых фирм при недостаточной диверсификации портфеля, ценных бумаг. Он заключается в вероятности потери по отдельным типам ценных бумаг части предполагаемой прибыли. Зависит от курсовых колебаний на рынке ценных бумаг.

#### *Риск невозврата*

Это риск невозврата заемщиком основного долга и процентов по нему в соответствии с условиями ранее заключенного кредитного договора. Основными причинами возникновения риска являются: недостаточная обеспеченность кредита; ошибка в финансовой состоятельности и платежеспособности заемщика; банкротство заемщика (возможно, умышленное с целью невозврата кредита).



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 235 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

### *Инновационный риск*

Он характерен для финансирования инновационных научно-технических проектов и является неизбежным видом риска. Во многих странах потери до 50 % от финансируемых объемов инновационных разработок считаются нормальными. Венчурные фонды, которые имеют большие льготы по налогообложению основной деятельности, имеют частичное государственное финансирование, и такие потери заранее планируют.

### *Риск ликвидности*

Этот риск связан с вероятностью финансовой потери в процессе замены ценных бумаг (акций, облигаций и т. д.) и других материальных ценностей на реальные денежные средства (приобретение валюты), необходимых для выполнения предпринимателем срочных обязательств или при изменении вида деятельности.

При реализации инвестиционных проектов, рассчитанных на долгосрочные вложения средств в реальные активы, рассматривается целый комплекс возможных рисков проекта, получивший общее название *«проектные риски»*.

К проектным относится большая группа рисков, которую можно систематизировать и ранжировать по принципу влияния на конечный результат – осуществление инвестиционного проекта:

- форсмажорные;
- военно-политические;
- технико-технологические;
- финансовые;
- экономические;
- риски участников проектов;
- маркетинговые;
- юридические;
- экологические;



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 236 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- производственно-строительные и т. д.

Выявление конкретного вида риска, его «диагностика» и систематизация безусловна важны, но конечный экономический эффект зависит от степени минимизации его негативного влияния на **инвестиционный проект**. Для этого необходим анализ каждого риска с точки зрения причин его возникновения, разработки мероприятий по предупреждению вероятности проявления риска и минимизации последствий при свершении. Результатом такого анализа станет выработка рекомендаций, которые будут состоять из:

- 1) перечня конкретных выявленных рисков инвестиционного проекта и причин, их порождающих;
- 2) определении примерной стоимости финансового ущерба последствий наступившего события;
- 3) мероприятий, направленных на минимизацию ущерба.

Прежде чем перейти к подробному рассмотрению наиболее часто встречающихся и используемых на практике классификаций инвестиционных рисков, отметим, что часто понятия неопределенности и риска не вполне обоснованно отождествляются, в то время как они имеют различное содержание, иллюстрируемое в следующих определениях:

- *неопределенность* – неполнота и неточность информации относительно динамики денежных поступлений и выплат в течение расчетного периода времени;
- *инвестиционный риск* – вероятность финансовых потерь участников инвестиционного проекта в процессе его реализации.

Для учета неопределенности применяются вероятностные и интервальные методы. Вероятностные методы целесообразно применять в случае, если можно достаточно достоверно оценить потенциальное (конечное) число сценариев изменения и вероятность их наступления. Тогда ожидаемый чистый дисконтированный доход *Эож* рассчитывается по формуле:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 237 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



$$\text{Эож} = \Sigma \text{Э}_k \times p_k \quad (12.1)$$

где  $\text{Э}_k, p_k$  — интегральный эффект при сценарии и вероятность его наступления. При отсутствии необходимой информации о вероятности наступления того или иного сценария динамики денежных потоков в течение расчетного периода применяется интервальный метод учета фактора неопределенности:

$$\text{Эож} = \lambda \times \text{Э}_{max} + (1 - \lambda) \times \text{Э}_{min} \quad (12.2)$$

где  $\text{Э}_{max}, \text{Э}_{min}$  — наибольший и наименьший интегральный эффект по рассмотренным сценариям;

$\lambda$  — норматив учета *неопределенности* эффекта, в соответствии с *МР* принимаемый равным 0,3.

Что же касается *классификаций инвестиционных рисков*, то особо выделим следующие: а) *по стадиям реализации проекта*:

- начальный (прединвестиционный);
- инвестиционный;
- эксплуатационный.

б) *с точки зрения оценки инвестиционного климата*:

- экономический (учитывает тенденции экономического развития региона);
- политический (учитывает уровень политической стабильности);
- социальный (учитывает уровень социальной напряженности);
- экологический (учитывает степень загрязнения окружающей среды);
- криминальный (учитывает уровень преступности в регионе).

в) *по возможности диверсификации*:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 238 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- диверсифицируемый;
- недиверсифицируемые.

*Диверсифицируемые риски:*

- деловой риск связан с функционированием фирмы-инициатора проекта и зависит от изменений спроса на ее продукцию, динамики производственных затрат, физического и морального старения используемого оборудования;
- риск ликвидности возникает в случае невозможности реализации какого-либо актива по рыночной цене;
- риск непогашения долга.

Основная особенность диверсифицируемых рисков заключается в том, что, как правило, они могут быть застрахованы. Например, риск непогашения долга одним заемщиком может быть компенсирован высоким уровнем надежности других заемщиков (т. е. диверсифицирован). Точно так же необходимость уменьшения риска ликвидности предполагает целесообразность диверсификации активов, с тем, чтобы потери при продаже какого-либо актива могли быть компенсированы высоким уровнем доходности при продаже других активов.

*Недиверсифицируемые риски:*

- рыночный риск – связан с изменениями стоимости акций предприятия из-за больших колебаний курсов на фондовом рынке в целом;
- процентный риск – риск изменения ставки процента из-за кредитно-денежной политики уполномоченных органов государственной власти.

Недиверсифицируемые риски, которые часто также называют *систематическими*, возникают по не зависящим от предприятия-реципиента инвестиций причинам. Именно за этот вид рисков инвестор, как правило, требует дополнительную компенсацию путем увеличения своей доходности. В качестве примера недиверсифицируемого риска можно привести влияние финансового кризиса в Юго-Восточной Азии на состояние белорусского рынка ценных бумаг в первой половине 1998 г.,



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 239 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

нашедшее свое отражение в резком падении котировок корпоративных акций и увеличении бремени внутреннего долга вследствие роста доходности государственных облигаций.

#### *Определение уровня риска реальных инвестиций*

С точки зрения оценки эффективности инвестиций особый интерес представляют методы количественного учета и минимизации рисков. Рассматриваемые ниже методы такого учета предполагают проведение предварительных исследований по диагностике рисков, присущих конкретному инвестиционному проекту. Причем чем выше качество такой диагностики, тем при прочих равных условиях выше достоверность результатов учета рисков и оценки их влияния на принятие решения о целесообразности (или, наоборот, нецелесообразности) осуществления инвестиционного проекта. *К основным методам учета рисков может быть отнесен метод экспертных оценок.*

Сущность метода экспертных оценок заключается в определении предварительно выбранными экспертами сравнительных балльных оценок различных простых рисков (здесь может использоваться классификация простых рисков по стадиям реализации инвестиционного проекта). Поскольку рассматриваемые риски неравноценны между собой, то разработчиками проекта, как правило, независимо от группы экспертов, определяются весовые коэффициенты значимости каждого простого риска. Итогом подобных расчетов является средневзвешенная балльная оценка риска варианта реализации проекта, определяемая по формуле:

$$B = O_1 \times a_1 + O_2 \times a_2 + \dots + O_j \times a_j \quad (12.3)$$

где  $O_j, a_j$  – балльная оценка экспертом простого риска  $j$ -го вида и весовой коэффициент его значимости;

$B$  – средневзвешенный балл, характеризующий мнение конкретного эксперта об уровне риска реализации проекта по рассматриваемому варианту.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 240 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



Полученные подобным образом оценки экспертов усредняются (либо путем определения среднеарифметической, либо путем определения средневзвешенной с учетом квалификации экспертов величины) и выводится интегральная оценка риска проекта. Получаемые таким образом результаты достаточно субъективны, поскольку не опираются на надежную статистическую информацию, зависят от применяемой методики подбора экспертов, достоверности рекомендуемых ими балльных оценок и методики ранжирования простых рисков в порядке убывания их значимости. Даже в случае достаточно обоснованного решения отмеченных проблем лицо, определяющее целесообразность реализации инвестиционного проекта, может попасть в затруднительное положение.



*кафедра  
экономики и  
управления*

*Начало*

*Содержание*



*Страница 241 из 268*

*Назад*

*На весь экран*

*Закреть*

## Тема 13. ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ НА ТЕРРИТОРИИ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

### 13.1 Формы привлечения иностранного капитала

Развитие международного сотрудничества, глобализация мировых экономических связей ведут к расширению движения капитала между странами, к росту международных инвестиций.

Вкладывая капитал в другой стране, инвестор осуществляет *зарубежные инвестиции*, которые для принимающей страны (страны-реципиента) являются иностранными инвестициями. Иными словами, под иностранными инвестициями понимаются финансовые и материальные средства, вложенные иностранными юридическими и физическими лицами в различные объекты деятельности, а также права на имущественную и интеллектуальную собственность, переданные ими хозяйствующим субъектам Республики Беларусь с целью получения прибыли (дохода) или достижения социального эффекта.

Иностранные *инвестиции* привлекаются в экономику страны, как правило, с целью осуществления ее структурной перестройки и обеспечения экономического роста. При этом наряду с дополнительными финансовыми и материальными ресурсами привлекаются зарубежные передовые технологии, техника, оборудование, управленческий опыт и т. д., создаются новые рабочие места. Использование иностранного капитала нацелено на развитие экспортного потенциала страны, расширение производства импортозамещения, повышение технического уровня производства, качества и конкурентоспособности продукции.

Иностранные *инвестиции* могут быть представлены в форме *предпринимательского капитала*, помещаемого в производственные предприятия стран-реципиентов, и в форме *ссудного капитала* в виде займов, кредитов, вложений на текущие счета в иностранные банки, причем вложения предпринимательского капитала могут происходить в виде прямых и портфельных инвестиций.



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 242 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

*Прямые иностранные **инвестиции*** – основная форма экспорта предпринимательского капитала в зарубежные предприятия, обеспечивающая контроль инвестора или его участие в управлении производством. По определению Международного валютного фонда иностранные **инвестиции** являются прямыми в том случае, когда иностранный инвестор владеет не менее 25 % уставного капитала предприятия.

Прямые иностранные **инвестиции** осуществляются путем создания совместного предприятия или организации нового; покупки или поглощения действующих предприятий; открытия зарубежного филиала. Прямые иностранные **инвестиции** являются, как правило, долгосрочными и значительными по объему, что выгодно для стран-реципиентов.

*Портфельные **инвестиции*** предполагают ограниченное участие в предприятиях, компаниях стран-получателей, осуществляемое через инструменты фондового рынка, например покупку акций, облигаций или других ценных бумаг. При этом инвесторы не контролируют производство компании и почти не влияют на процесс управления ею.

Ссудный капитал в виде *кредитных иностранных инвестиций* – это кредиты иностранных государств, банков, международных финансово-кредитных учреждений и организаций, корпораций для финансирования инвестиционных проектов в стране-реципиенте.

Иностранные кредиты, осуществляемые в рамках межправительственных соглашений, предоставляются под платежную гарантию правительства или центрального банка, что делает их наиболее привлекательной для иностранных инвесторов формой вложения капитала, в большой степени защищенной от риска невозврата.

В зависимости от формы собственности иностранные **инвестиции** могут быть государственными, частными и смешанными. *Государственные **инвестиции*** – это займы, кредиты, техническая помощь, предоставляемые одним государством другому в рамках международных договоров, межправительственных соглашений. *Частные **инвестиции*** – вложения частных фирм, компаний, банков, граждан в соответствующую



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 243 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



щие субъекты другой страны. *Смешанные инвестиции* – вложения государственных и частных инвесторов в сочетании.

По форме вложения иностранные **инвестиции** можно разделить на денежные, товарные, интеллектуальные. *Денежные инвестиции* представлены в виде банковских вкладов, вложений в акции и другие ценные бумаги, страховые полисы и других денежных средств. *Товарные инвестиции* могут быть осуществлены путем вложения зданий, сооружений, оборудования и другого имущества юридических и физических лиц в уставные фонды создаваемых предприятий, компаний, банков и т. п. Под *интеллектуальными инвестициями* подразумевается вложение прав на интеллектуальную собственность, имущественных прав, научно-технической продукции и т. п.

Объектами иностранных инвестиций на территории Республики Беларусь могут быть:

- недвижимое имущество, в том числе предприятие как имущественный комплекс;
- ценные бумаги;
- научно-техническая продукция;
- права на интеллектуальные ценности;
- иное имущество и приобретенные имущественные права, включая права на пользование землей и другими природными ресурсами;
- ресурсами республики для осуществления своей деятельности.

Субъектами иностранных инвестиций (иностранными инвесторами) на территории Республики Беларусь могут быть иностранные государства и их административно-территориальные единицы в лице уполномоченных органов, международные организации, иностранные юридические лица и иностранные граждане, а также граждане Республики Беларусь и лица без гражданства, имеющие постоянное место жительства за пределами Республики Беларусь.

Иностранные **инвестиции** осуществляются в форме:



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 244 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

- долевого участия в уставных фондах юридических лиц;
- создания юридических лиц, полностью принадлежащих иностранным инвесторам;
- приобретения имущества или имущественных прав, а именно: недвижимости, ценных бумаг, прав на объекты интеллектуальной собственности, концессий, оборудования, других основных средств.

Иностранным инвесторам в соответствии с действующим законодательством запрещается делать **инвестиции** в сферы обеспечения обороны и безопасности Республики Беларусь, изготовления и реализации наркотических, сильнодействующих и ядовитых веществ (перечень утвержден Министерством здравоохранения Республики Беларусь). Не допускается осуществление иностранных инвестиций в имущество юридических лиц, занимающих монопольное положение на рынке Республики Беларусь, без согласия Министерства экономики.

### 13.2 Создание, государственная регистрация и формирование уставного фонда коммерческих организаций с иностранными инвестициями

Иностранные инвесторы могут создавать юридические лица Республики Беларусь с любым объемом иностранных инвестиций и в любых организационно-правовых формах. Ими могут создаваться филиалы и представительства в соответствии с законодательными актами и международными договорами Республики Беларусь.

Коммерческими организациями с иностранными инвестициями являются юридические лица, в уставном фонде которых иностранные **инвестиции** составляют объем, эквивалентный не менее чем 20 тыс. дол. США и основной целью деятельности которых является извлечение прибыли (дохода). Это могут быть общества с ограниченной ответственностью, общества с дополнительной ответственностью, открытые акционерные общества, закрытые акционерные общества и частные иностранные



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 245 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

унитарные предприятия. Они действуют в виде коммерческих совместных организаций, уставный фонд которых состоит частично из доли иностранного инвестора и доли физических и юридических лиц Республики Беларусь, либо коммерческих иностранных организаций, в уставном фонде которых иностранные **инвестиции** составляют 100 %.

Такая организация может быть создана путем ее учреждения или в результате приобретения иностранным инвестором доли участия (акций) в ранее учрежденном юридическом лице без иностранных инвестиций или путем приобретения предприятия как имущественного комплекса в целом или его части.

Решение о создании коммерческой организации с иностранными инвестициями принимается его учредителями (участниками) самостоятельно, включая случаи приобретения иностранным инвестором в ранее учрежденном юридическом лице без иностранных инвестиций доли участия (акций), а также приобретения предприятия как имущественного комплекса в целом или его части на сумму, превышающую 120 тыс. дол. США в эквиваленте. В случае, когда белорусскими участниками являются юридические и физические лица, не обладающие правом собственности на инвестируемое имущество, решение об участии таких лиц в создании коммерческой организации с иностранными инвестициями принимается в порядке, установленном собственником инвестируемого имущества или уполномоченным им органом в соответствии с законодательством Республики Беларусь.

Коммерческая организация с иностранными инвестициями может создавать дочерние и зависимые общества с правами юридического лица, а также филиалы и представительства на территории Республики Беларусь и за ее пределами с соблюдением условий, предусмотренных законодательством Республики Беларусь и соответствующим законодательством иностранных государств.

*Дочерние общества*, созданные коммерческими иностранными организациями, пользуются теми же правами и регистрируются тем же органом, что и создающие их организации. *Зависимые общества* коммерческих иностранных организаций поль-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 246 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



зуются теми же правами и регистрируются тем же органом, что и коммерческие иностранные организации, в случае, если размер иностранного капитала в уставном фонде зависимых обществ составляет сумму не менее 20 тыс. дол. США в эквиваленте. Дочерние и зависимые общества, созданные совместными коммерческими организациями, регистрируются в порядке, предусмотренном для юридических лиц без иностранных инвестиций, и не пользуются льготами, предоставленными коммерческим организациям с иностранными инвестициями.

*Филиалы и представительства коммерческих организаций с иностранными инвестициями* действуют на основании положений о них, утверждаемых коммерческими организациями с иностранными инвестициями. Они открывают счета в уполномоченных банках. На территории Республики Беларусь филиалы и представительства коммерческих организаций с иностранными инвестициями не являются юридическими лицами.

Коммерческая организация с иностранными инвестициями считается созданной с момента ее *государственной регистрации*. Деятельность незарегистрированного предприятия запрещается. Государственная регистрация коммерческих организаций с иностранными инвестициями осуществляется Министерством иностранных дел при наличии согласия соответствующего облисполкома (Минского горисполкома).

Банки, небанковские кредитно-финансовые организации с иностранными инвестициями подлежат регистрации в Национальном банке Республики Беларусь.

Страховые, перестраховочные организации с иностранными инвестициями должны быть зарегистрированы в республиканском органе государственного контроля в области страхования.

Коммерческие организации с иностранными инвестициями в свободных экономических зонах проходят государственную регистрацию в администрации свободной экономической зоны.

*Уставный фонд* коммерческой организации с иностранными инвестициями дол-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 247 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

жен быть объявлен в долларах США, а в случае создания коммерческой организации в форме акционерного общества или с использованием имущества Республики Беларусь – также и в денежных единицах Республики Беларусь.

Учредители (участники) предприятия с иностранными инвестициями вносят вклад в уставный фонд предприятия в денежной и (или) неденежной форме. При необходимости пересчета вкладов в денежных единицах Республики Беларусь либо иностранной валюте в доллары США используется официальный курс валюты, установленный Национальным банком Республики Беларусь на день подписания договора о создании предприятия с иностранными инвестициями и (или) утверждения ее устава.

Неденежный вклад иностранного инвестора должен быть завезен из иностранного государства либо приобретен в Республике Беларусь за иностранную валюту или за денежные единицы Республики Беларусь, полученные в виде прибыли от деятельности созданного с его участием предприятия с иностранными инвестициями, от иной разрешенной деятельности либо путем обмена иностранной валюты в банках Республики Беларусь. Неденежные вклады оцениваются на дату их принятия на баланс создаваемой коммерческой организации и подлежат экспертизе достоверности.

Оценка проводится в денежных единицах, в которых объявлен уставный фонд. Результаты экспертизы оформляются актом о достоверности оценки неденежного вклада. При отсутствии данного акта имущество не считается внесенным в уставный фонд.

Объявленный в учредительных документах уставный фонд коммерческой организации с иностранными инвестициями в форме общества с ограниченной ответственностью, закрытого акционерного общества или частного иностранного унитарного предприятия должен быть сформирован не менее чем на 50 % в течение первого года со дня государственной регистрации предприятия за счет внесения в него каждым из участников не менее 50 % своей доли и в полном объеме – до истечения двух



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 248 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

лет со дня регистрации.

Объявленный в учредительных документах уставный фонд коммерческой организации с иностранными инвестициями в форме открытого акционерного общества должен быть сформирован в полном объеме до государственной регистрации данной организации.

Увеличение уставного фонда организаций в форме акционерного общества производится в соответствии с действующим законодательством о ценных бумагах.

Документальным подтверждением факта формирования уставного фонда коммерческой организации с иностранными инвестициями является соответствующее аудиторское заключение. Оно представляется в регистрирующий орган, после чего в 10-дневный срок выдается соответствующее свидетельство.

Несоблюдение порядка формирования уставного фонда, предусмотренного учредительными документами, может явиться основанием для ликвидации коммерческой организации с иностранными инвестициями.

Государственная регистрация коммерческой организации с иностранными инвестициями осуществляется на основании пакета документов, перечень которых содержится в соответствующих актах законодательства. Документы передаются регистрирующему органу, который обязан выдать расписку, подтверждающую факт их получения. После этого регистрация должна быть проведена в течение не более чем 15 дней. О принятом решении регистрирующий орган в 5-дневный срок сообщает учредителям предприятия (в письменной форме), в 10-дневный срок – Министерству по налогам и сборам Республики Беларусь для включения данной организации в Единый государственный регистр юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, а также Министерству статистики и анализа Республики Беларусь. Сообщение о регистрации публикуется в официальной печати органом, осуществившим регистрацию. Зарегистрированной коммерческой организации с иностранными инвестициями выдается свидетельство о регистрации. Предприятие с иностранными инвестициями приобретает права юридического лица со дня его государственной



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 249 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



регистрации.

Коммерческой организации с иностранными инвестициями может быть отказано в государственной регистрации по мотивам нарушения установленного законодательными актами Республики Беларусь порядка создания предприятия, несоответствия учредительных документов требованиям законодательства Республики Беларусь. Отказ в государственной регистрации по мотивам нецелесообразности создания предприятия не допускается. Мотивированный отказ в регистрации должен быть направлен учредителям в 5-дневный срок со дня принятия решения о нем. В соответствии с законодательством Республики Беларусь учредители предприятия могут в судебном порядке обжаловать отказ в проведении государственной регистрации в установленные сроки или отказ в ней по мотивам, которые они считают необоснованными.

При изменении данных учредительных документов коммерческой организации с иностранными инвестициями ее учредители в течение 30 дней вносят соответствующие изменения и дополнения в документы и подают их на регистрацию.

Ликвидация коммерческой организации с иностранными инвестициями осуществляется по решению ее учредителей, собственника имущества или органа этой организации, уполномоченного на то ее учредительными документами. В случаях, установленных законодательством, ликвидация может осуществляться в судебном порядке.

Решение о порядке реорганизации организации с иностранными инвестициями принимается ее учредителями либо органом, уполномоченным на то учредительными документами этой организации. Реорганизация осуществляется в соответствии с законодательством Республики Беларусь.

### 13.3 Гарантии и льготы, предоставляемые иностранным инвесторам

Стимулирование привлечения иностранных инвестиций и формирование благоприятного инвестиционного климата в стране связано, прежде всего, с предоставле-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 250 из 268

Назад

На весь экран

Закреть

нием особого правового режима иностранным инвестициям.

Правовой режим иностранных инвестиций на территории Республики Беларусь, условия деятельности иностранных инвесторов и создаваемых с их участием юридических лиц не могут быть менее благоприятными, чем соответствующий режим для имущества и имущественных прав, а также условия для инвестиционной деятельности белорусских юридических и физических лиц. Таким образом, иностранным инвестициям предоставляется «национальный» правовой режим, а в ряде случаев – более льготный, например, в части налогообложения.

Инвестиций из стран СНГ получают статус иностранных инвестиций с предоставлением всех предусмотренных Инвестиционным кодексом Республики Беларусь льгот.

Государство гарантирует иностранным инвесторам все права и защищает их наравне с правами национальных инвесторов. Им гарантируется применение в течение пяти лет законодательства, действовавшего на день регистрации коммерческой организации с иностранными инвестициями, в случае принятия после ее создания законодательных актов, ухудшающих положение и условия деятельности для иностранных инвесторов и созданной с их участием организации (то есть, если на последних возлагаются дополнительные либо увеличенные в сравнении с ранее существовавшими обязанности или они ограничиваются в правах либо лишаются имевшихся прав).

Это не распространяется на изменения актов законодательства в области обеспечения обороноспособности, экологической безопасности и охраны здоровья граждан Республики Беларусь.

Коммерческие организации с иностранными инвестициями, а также иностранные инвесторы пользуются всеми льготами по налоговым и таможенным платежам, установленными для юридических лиц Республики Беларусь. Кроме этого для иностранных инвесторов предусмотрено, что коммерческие организации, в уставном фонде которых доля иностранных инвестиций более 30 % , освобождаются от уплаты налога на прибыль в течение трех лет с момента объявления ими прибыли, включая пер-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 251 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

вый прибыльный год, при условии, что вся прибыль получена от реализации продукции (услуг, работ) собственного производства, кроме торговой и торгово-закупочной деятельности. Сертификация продукции (работ, услуг) коммерческих организаций с иностранными инвестициями как продукции собственного производства осуществляется Торгово-промышленной палатой Республики Беларусь. Если коммерческая организация с иностранными инвестициями производит особо важную продукцию, включенную в перечень, утверждаемый Правительством Республики Беларусь, то в отношении таких организаций в последующие три года устанавливается ставка налога на прибыль, уменьшенная на 50 %.

Товары, ввозимые на таможенную территорию Республики Беларусь в качестве вклада иностранных участников в уставный фонд коммерческой организации с иностранными инвестициями, освобождаются от обложения налогом на добавленную стоимость и таможенными пошлинами при условии, что эти товары:

- относятся к основным производственным фондам;
- не являются подакцизными;
- ввозятся в сроки, установленные учредительными документами для формирования уставного фонда коммерческой организации с иностранными инвестициями, а при создании коммерческой организации с иностранными инвестициями в форме акционерного общества – в сроки, определенные договором о совместной деятельности по созданию этого общества, в случае же увеличения размеров уставного фонда коммерческой организации с иностранными инвестициями в форме акционерного общества – в сроки, определенные договором о подписке на акции.

Налоговым и таможенным законодательством Республики Беларусь для коммерческих организаций с иностранными инвестициями могут устанавливаться также и иные льготы по налоговым и таможенным платежам.

В случае ликвидации коммерческой организации с иностранными инвестициями в период ее освобождения от уплаты налогов или в течение трех лет после истечения



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 252 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



срока освобождения от уплаты налогов эта организация обязана уплатить налоги за весь период, в течение которого она была освобождена от налогов.

Выручка в иностранной валюте от экспорта продукции (работ, услуг) собственного производства организации с иностранными инвестициями, в уставном фонде которой доля иностранного участника превышает 30

При выполнении экспортно-импортных операций коммерческие организации с иностранными инвестициями, в уставном фонде которых доля иностранного участника составляет более 30 %, вправе без лицензии и дополнительных разрешений экспортировать продукцию (работы, услуги) собственного производства, а также без лицензии импортировать продукцию (работы, услуги) для собственного производства.

Экспорт продукции (работ, услуг) несобственного производства и импорт товаров не для собственного производства оформляется коммерческими организациями с иностранными инвестициями так, как это предусмотрено законодательством Республики Беларусь.

Коммерческим организациям с иностранными инвестициями дано право устанавливать цены на продукцию (работы, услуги) собственного производства и порядок ее реализации, а также самостоятельно выбирать поставщиков товаров (работ, услуг).

Законодательство Республики Беларусь обеспечивает защиту и осуществление прав интеллектуальной собственности иностранный инвесторов.

Инвестиционным законодательством предусмотрены также условия трудовых соглашений, социального страхования лиц, работающих в коммерческих организациях с иностранными инвестициями. Производственные, трудовые и связанные с ними отношения в таких организациях закрепляются коллективным договором (соглашением) и трудовыми договорами (контрактами).

Условия коллективного договора (соглашения) и трудовых договоров (контрактов) не могут ухудшать положение работников коммерческой организации с иностранными инвестициями в сравнении с условиями, предусмотренными действующими



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 253 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

щими законодательными актами Республики Беларусь.

Вопросы оплаты труда, предоставления отпусков иностранным работникам коммерческой организации с иностранными инвестициями должны решаться в трудовых договорах (контрактах) с каждым из них. Заработная плата иностранных работников в иностранной валюте может переводиться за границу.

Социальное страхование работников коммерческих организаций с иностранными инвестициями и их социальное обеспечение (за исключением пенсионного обеспечения иностранных работников) регулируются законодательными актами Республики Беларусь.

### 13.4 Создание банков с иностранными инвестициями

В укреплении деловых связей между субъектами хозяйствования в рамках международной экономической интеграции существенная роль принадлежит банкам государств.

Притоку иностранного капитала в банковскую систему способны помочь следующие меры:

- стабильность законодательства;
- четкое определение прав собственности;
- льготы (финансовые, налоговые, таможенные, административные);
- гарантии возврата инвестиций и страхование последних.

На международном уровне притоку капитала содействуют двусторонние соглашения Республики Беларусь со страной – резидентом иностранного инвестора об исключении двойного налогообложения и о взаимном поощрении и содействии инвестициям. Положительно влияет и участие Республики Беларусь в системе многосторонних гарантий инвестиций.

Иностранные **инвестиции** в банковский капитал несут немалые выгоды: поступление дополнительных финансовых ресурсов, привнесение новейших технологий со-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 254 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

вершения банковских операций, повышение надежности, культуры и скорости обслуживания клиентов, улучшение связи с мировыми финансовыми рынками.

Размер участия (*квота*) иностранного капитала в банковской системе определяется с учетом потребностей в нем экономики. Согласно Банковскому кодексу Республики Беларусь указанная квота рассчитывается как отношение суммарного капитала, принадлежащего нерезидентам в уставных фондах банков с иностранными инвестициями, и уставного фонда дочерних иностранных банков к совокупному уставному фонду банков, зарегистрированных в Республике Беларусь. Национальный банк Республики Беларусь прекращает государственную регистрацию банков с иностранными инвестициями и дочерних банков иностранных банков при достижении установленного размера участия иностранного капитала в банковской системе. Национальный банк также вправе запретить увеличение уставного фонда банка с иностранными инвестициями за счет средств нерезидентов или отчуждение акций в пользу нерезидентов, если в результате этого будет превышена установленная квота.

На территории Республики Беларусь могут создаваться *банки на долевой основе* с иностранным капиталом и *дочерние банки* иностранного банка. Иностранный банк может открыть свое *представительство*, действующее на основании положения о нем и не осуществляющее банковские операции.

Банк может создаваться в форме *акционерного общества* или *унитарного предприятия*. Банк с иностранными инвестициями, как уже отмечалось, должен быть зарегистрирован в Национальном банке Республики Беларусь и получить: а) общую лицензию на осуществление банковских операций в белорусских рублях; б) внутреннюю, генеральную или разовую – для осуществления операций в иностранной валюте. При этом генеральная лицензия на осуществление операций в иностранной валюте выдается не ранее одного года после государственной регистрации.

По истечении двух лет с даты государственной регистрации банку может быть также выдана лицензия на привлечение во вклады средств физических лиц, а по истечении трех лет – лицензия на осуществление операций с драгоценными метал-



кафедра  
экономики и  
управления

Начало

Содержание



Страница 255 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



лами.

Для поддержания стабильности и устойчивости банковской системы Республики Беларусь в соответствии с Банковским кодексом для банков установлены *экономические нормативы*:

- минимальный размер уставного фонда для вновь создаваемого (реорганизуемого) банка, эквивалентен:  
2 млн. евро – для банка, созданного учредителями-резидентами, и банка с иностранными инвестициями;  
5 млн. евро – для дочернего банка иностранного банка;
- минимальный размер собственных средств (капитала) для действующего банка установлен в сумме, эквивалентной:  
2 млн. евро – для банка, созданного учредителями-резидентами, и банка с иностранными инвестициями;  
5 млн. евро – для дочернего банка иностранного банка;  
5 млн. евро – для банка, имеющего генеральную лицензию на право осуществления банковских операций в иностранной валюте;  
10 млн. евро – для банка, имеющего лицензию на привлечение во вклады средств физических лиц;
- при создании банка минимальный размер уставного фонда должен быть сформирован из денежных средств. Формирование уставного фонда сверх минимального размера может осуществляться из денежных средств и вкладов в неденежной форме к которым относятся нежилые помещения и иное необходимое для осуществления банковской деятельности имущество, входящее в состав основных фондов, за исключением объектов незавершенного строительства, а также объектов интеллектуальной собственности. Предельный размер неденежной части уставного фонда для банка, независимо от перечня осуществляемых операций и состава учредителей, составляет 20 % уставного фонда в первые два года после государственной регистрации и 10 % – в последующие



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 256 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

годы.

Для формирования и увеличения размера уставного фонда банка могут быть использованы только собственные средства или иное имущество учредителей (участников) банка, принадлежащее им на праве собственности либо в силу иного вещного права.

Денежные вклады в уставный фонд банка вносятся как в белорусских рублях, так и в иностранной валюте. При этом весь уставный фонд должен быть объявлен в белорусских рублях. При взносе вклада в иностранной валюте осуществляется ее пересчет в белорусские рубли по официальному курсу, установленному Национальным банком на дату внесения вклада в уставный фонд.

Уставный фонд должен быть сформирован в полном объеме до государственной регистрации банка.

Нормативными документами Национального банка Республики Беларусь определены порядок государственной регистрации банков и небанковских кредитно-финансовых организаций, открытия обособленных подразделений банков и небанковских кредитно-финансовых организаций, дочерних банков иностранного банка и представительств иностранных банков на территории Республики Беларусь; особенности открытия дочерних банков, филиалов и представительств банков Республики Беларусь за пределами Республики Беларусь, участия в иностранных банках; порядок лицензирования банковских операций; особенности реорганизации и ликвидации банков и небанковских кредитно-финансовых организаций.

*Государственной регистрации* подлежат вновь созданные (реорганизованные) банки, а также изменения и дополнения, вносимые в учредительные документы банков.

До подачи документов, необходимых для государственной регистрации создаваемого (реорганизуемого) банка, для согласования с Национальным банком Республики Беларусь наименования банка один из учредителей (участников) банка либо уполномоченный им представитель представляет заявление, в котором указываются



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 257 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

ся:

- фирменное наименование банка на белорусском и русском языке;
- юридический адрес и фирменное наименование учредителя – юридического лица, паспортные данные учредителя – физического лица, согласовывающего наименование создаваемого банка (или его представителя);
- документ, на основании которого осуществляется представительство интересов учредителя.

Решение о согласовании наименования создаваемого банка принимается заместителем председателя Правления Национального банка, курирующим департамент банковского надзора. О принятом решении в 10-дневный срок со дня подачи заявления сообщается заявителю.

При создании банка средства, поступающие от учредителей (участников) в качестве вклада в уставной фонд, аккумулируются на временном счете, открываемом в Национальном банке или по согласованию с Национальным банком в другом банке.

Для государственной регистрации банка в Национальный банк представляются:

- заявление о государственной регистрации, в котором должен быть указан перечень банковских операций, для осуществления которых банку необходима лицензия;
- устав банка;
- выписка из протокола общего собрания учредителей (решение собственника имущества) об утверждении устава банка и кандидатур на должности руководителей исполнительных органов и главного бухгалтера банка;
- документы, подтверждающие формирование уставного фонда банка в полном объеме (выписка с временного счета). В случае внесения в уставной фонд денежных вкладов в иностранной валюте перерасчет иностранной валюты в официальные денежные единицы Республики Беларусь осуществляется по официальному курсу, установленному Национальным банком на дату внесения вклада в уставной фонд (дату зачисления на временный счет);



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 258 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



- копии учредительных документов и свидетельств о государственной регистрации учредителей – юридических лиц, аудиторские заключения о достоверности их финансовой отчетности, а также выданное налоговым органом подтверждение об исполнении учредителями – юридическими лицами обязательств перед бюджетом;
- сведения об учредителях – физических лицах: копия трудовой книжки, заверенная на последнем месте работы, а для неработающих – справка органа службы занятости; копия пенсионного удостоверения, заверенная органом социального обеспечения по месту жительства;
- документ, подтверждающий право на размещение банка по его месту нахождения (юридическому адресу), указанному в учредительных документах;
- документы, подтверждающие внесение вкладов в уставный фонд банка: по каждому инвестору – копии платежных документов, подтверждающих внесение денежных вкладов в уставный фонд; акт оценочной комиссии, утвержденный уполномоченным органом банка, о стоимости неденежного вклада, вносимого в уставный фонд, а также заключение независимой экспертизы о достоверности оценки вносимого в уставный фонд имущества, проведенной в соответствии с законодательством Республики Беларусь;
- бизнес-план, содержащий прогноз деятельности банка (расчет планируемых доходов, расходов и прибыли) на трехлетний период;
- документы, подтверждающие наличие технических возможностей в соответствии с требованиями нормативных правовых актов Национального банка осуществлять соответствующие банковские операции: о наличии в банке средств телекоммуникации, компьютерной техники и программного обеспечения, обслуживания охранно-пожарной и тревожной сигнализации, технически укрепленного кассового узла;
- платежные документы, подтверждающие внесение платы за государственную



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 259 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

регистрацию банка и общую лицензию.

Для государственной регистрации банка в форме акционерного общества в Национальный банк дополнительно представляются следующие документы:

- нотариально удостоверенный учредительный договор банка;
- список учредителей (участников) с указанием размера их вклада и размера долей в уставном фонде банка.

Документы представляются в одном экземпляре, за исключением устава банка, который представляется в двух экземплярах. Устав должен быть утвержден уполномоченным органом управления банка. К уставу банка, созданного в форме закрытого акционерного общества, прилагается список учредителей (участников), который содержит: наименование и юридический адрес учредителей (участников) – юридических лиц, паспортные данные учредителей (участников) – физических лиц, указание размера их вклада, доли участия в уставном фонде. Список учредителей (участников) должен быть прошит вместе с уставом банка. Сведения подписываются уполномоченным лицом банка.

Денежные средства, внесенные в качестве взноса в уставный фонд, в уставе банка могут быть отражены по видам валют.

Прием документов для государственной регистрации банка осуществляется по описи только в присутствии учредителей (участников) банка (физических лиц или физического лица, уполномоченного учредителями (участниками) банка, и представителей юридических лиц).

При этом физические лица предъявляют паспорт, а физическое лицо, уполномоченное учредителями (участниками) банка, и представители юридического лица помимо паспорта предъявляют документы, подтверждающие их полномочия.

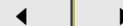
Документы, представляемые для государственной регистрации банка, если они содержат более одного листа, должны быть прошиты, пронумерованы и подписаны председателем и секретарем собрания учредителей (участников) или уполномоченным лицом учредителя унитарного банка, скреплены печатью банка. Неполный



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 260 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

комплект документов к рассмотрению не принимается.

За государственную регистрацию банков взимается плата в сумме, эквивалентной 60 евро. Плата за государственную регистрацию взимается в белорусских рублях, исходя из официального курса белорусского рубля к евро на первое число месяца, в котором документы представляются в Национальный банк для государственной регистрации банка.

Решение о государственной регистрации банка или об отказе в его регистрации принимается Правлением Национального банка в срок, не превышающий двух месяцев со дня представления документов. Отказ в регистрации допускается в случаях, предусмотренных законодательством Республики Беларусь. О принятом решении о государственной регистрации банка Национальный банк в 3-дневный срок уведомляет его учредителей.

Государственная регистрация банка с иностранными инвестициями и дочернего банка на территории Республики Беларусь осуществляется в вышеизложенном порядке, с учетом некоторых особенностей.

Для государственной регистрации банка с иностранными инвестициями и дочернего банка иностранного банка, а также при увеличении уставного фонда банка за счет средств нерезидентов, отчуждении акций (долей) в пользу нерезидентов, помимо указанных документов, дополнительно представляются:

а) иностранным юридическим лицом:

- решение о его участии в создании банка на территории Республики Беларусь или об открытии дочернего банка иностранного банка;
- документ, подтверждающий регистрацию иностранного юридического лица (легализованная в установленном порядке выписка из торгового реестра либо иной аналогичный документ, подтверждающий статус иностранного юридического лица);
- баланс за предыдущий год, подтвержденный аудиторским заключением;
- письменное разрешение соответствующего уполномоченного органа страны его



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 261 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



местонахождения на участие этого юридического лица в создании банка на территории Республики Беларусь или на открытие дочернего банка иностранного банка в тех случаях, когда такое разрешение требуется по законодательству страны его местонахождения или в соответствии с международными соглашениями;

б) иностранным физическим лицом:

- копия паспорта или иного аналогичного документа, подтверждающего личность;
- подтверждение обслуживающим его иностранным банком платежеспособности этого лица;
- декларация или иной документ, предусмотренный законодательством страны-инвестора, об источниках средств, вносимых в уставный фонд банка.

Все документы должны быть представлены на одном из государственных языков Республики Беларусь либо на языке оригинала с нотариально заверенным переводом на один из государственных языков Республики Беларусь.

В государственной регистрации банка с иностранными инвестициями и дочернего банка иностранного банка может быть отказано в случаях:

- 1) наличия оснований, предусмотренных законодательством Республики Беларусь для отказа в государственной регистрации банков;
- 2) применения в соответствующих иностранных государствах аналогичных ограничений в создании, регистрации и деятельности банков с инвестициями физических и юридических лиц Республики Беларусь;
- 3) превышения размера (квоты) участия иностранного капитала в банковской системе Республики Беларусь.

Для увеличения уставного фонда за счет средств нерезидентов и (или) отчуждения акций в пользу нерезидентов банк обязан предварительно получить разрешение Национального банка.

Иностранный банк вправе открывать представительства на территории Респуб-



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 262 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

лики Беларусь. Открытие представительства иностранного банка осуществляется на основании документов, направленных в Национальный банк. Среди них:

- заявление, в котором обосновывается необходимость создания представительства и содержится ссылка на решение уполномоченного органа банка с указанием полного наименования банка, даты и места его регистрации;
- положение о представительстве;
- документ, подтверждающий право на размещение представительства по его местонахождению;
- документ, подтверждающий регистрацию иностранного банка (легализованная в установленном порядке выписка из торгового реестра либо иной аналогичный документ, подтверждающий статус иностранного банка);
- письменное разрешение соответствующего уполномоченного органа страны его местонахождения на открытие представительства на территории Республики Беларусь в тех случаях, когда такое разрешение требуется по законодательству страны местонахождения банка или в соответствии с международными соглашениями;
- баланс за предыдущий год, подтвержденный аудиторским заключением. Документы, представленные для открытия представительства, должны быть легализованы в установленном порядке.

По результатам рассмотрения представленных документов отдел лицензирования готовит мотивированное заключение о возможности открытия представительства.

Основаниями для отказа являются:

- представление недостоверных сведений;
- представление неполного пакета документов. Уведомление о разрешении на открытие представительства Национальный банк в 3-дневный срок направляет в иностранный банк.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 263 из 268

Назад

На весь экран

Заккрыть

## Тесты

Вариант 1

Вариант 2

Вариант 3

Вариант 4



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 264 из 268

Назад

На весь экран

Закреть



## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ И РЕКОМЕНДУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Гражданский кодекс Республики Беларусь : Кодекс Республики Беларусь, 7 декабря 1998 г., №218-З : в ред. Закона Республики Беларусь от 31.12.2013 г. // Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь. – Минск, 2014.
2. Банковский кодекс Республики Беларусь : Кодекс Республики Беларусь, 25 октября 2000 г., №441-З : в ред. Закона Республики Беларусь от 13.07.2012 г. // Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь. – Минск, 2014.
3. Об инвестициях : Закон Республики Беларусь, 12 июля 2013 г., №53-З // Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь. – Минск, 2014.
4. О свободных экономических зонах : Закон Республики Беларусь, 7 декабря 1998 г., №213-З : в ред. Закона Республики Беларусь от 12.07.2013 г. // Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь. – Минск, 2014.
5. О ценных бумагах и фондовых биржах : Закон Республики Беларусь, 12 марта 1992 г., №1512-ХП : в ред. Закона Республики Беларусь от 16.07.2010 г. // Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь. – Минск, 2014.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 265 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

6. Положение о лизинге : утв. Постановлением Совета Министров Республики Беларусь, 4 июня 2010 г., №865 // Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь. – Минск, 2014.
7. Правила по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов : утв. Постановлением Совета Министров Республики Беларусь, 31 августа 2005 г., №158 : в ред. Постановления Совета Министров Республики Беларусь от 29.02.2012 г. // Консультант Плюс : Беларусь. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь. – Минск, 2014.
8. Анискин, Ю.П. Управление инвестициями : учеб. пособие по специальности «Менеджмент организации» / Ю.П. Анискин. – 3-е изд., стер. – Москва : Омега-Л, 2007. – 192 с.
9. Бочаров, В.В. Инвестиции / В.В. Бочаров. – СПб. : Питер, 2004. – 288 с.
10. Воротилова Н.Н., Каткова М.А., Мальцева Ю.Н., Шерстнева Г.С. Управление инвестициями : учебное пособие. – М. : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К0», 2009. – 188 с.
11. Гончаров, В.И. Инвестиционное проектирование : учеб. пособие / В.И. Гончаров. – Минск : Современная школа, 2010. – 320 с.
12. Есипов, В.Е. Коммерческая оценка инвестиций : учебное пособие / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, Т.Г. Касьяненко, С.К. Мирзажанов. – М. : КРОНУС, 2009. – 704 с.
13. Игонина, Л.Л. Инвестиции : учеб. пособие / Л.Л. Игонина; под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А. Слепова. – М. : Экономистъ, 2005. – 478 с.
14. Инвестиции : системный анализ и управление / под ред. К.В. Балдина. – 3-е изд. испр. – М. : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К0», 2009. – 288 с.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 266 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть

15. Инвестиции : учеб. / А.Ю. Андрианов, С.В. Валдайцев, П.В. Воробьев [и др.]; отв. ред. В.В. Ковалев, В.В. Иванов, В.А. Лялин. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ТК Велби, изд-во Проспект, 2008. – 584 с.
16. Инвестиции : учебное пособие / М.В. Чиненов и [др.] ; под ред. М.В. Чиненова. – М. : КРОНУС, 2007. – 248 с.
17. Инвестиционный менеджмент : учебное пособие [для вузов] / Л.П. Гончаренко [и др.] – М. : Кронус, 2005. – 296 с.
18. Колмыкова, Т.С. Инвестиционный анализ : учебное пособие для вузов по спец. «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» / Т.С. Колмыкова. – М. : ИНФРА-М, 2009. – 204 с.
19. Корчагин, Ю.А., Маличенко, И.П. Инвестиции : теория и практика / Ю.А. Корчагин, И.П. Маличенко. – Ростов н/Д : 2008. – 509 с.
20. Мазоль, С.И. Инвестиционный анализ: пособие / С.И. Мазоль. – Минск : БГЭУ, 2009. – 538 с.
21. Мыльник, В.В. Инвестиционный менеджмент : учеб. пособие для экон. спец. вузов и колледжей / В.В. Мыльник. – 4-е изд. – М.: Академический проект; Екатеринбург : Деловая книга, 2005. – 272 с.
22. Нешитой, А.С. Инвестиции : Учебник / А.С. Нешитой. – 8-е изд. перераб. и испр. – М. : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2009. – 372 с.
23. Организация и финансирование инвестиций : учеб. пособие / Т.К. Савчук, В.И. Шевчук, А.А. Бевзелюк и др.; под ред. Т.К. Ткачук. – Минск. : БГЭУ, 2002. – 196 с.
24. Ткаченко, И.Ю. Инвестиции : учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений / И.Ю. Ткаченко, Н.И. Малых. – М. : Издательский центр «Академия», 2009. – 240 с.
25. Управление инвестициями : В 2-х т. Т. 1. / В.В. Шеремет, В.М. Павлюченко, В.Д. Шапиро и др. – М. : Высшая школа, 1998. – 415 с.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 267 из 268

Назад

На весь экран

Закрыть



26. Управление инвестициями : В 2-х т. Т. 2. / В.В. Шеремет, В.М. Павлюченко, В.Д. Шапиро и др. – М. : Высшая школа, 1998. – 512 с.
27. Финансирование и кредитование инвестиций : учеб. пособие / Т.К.Савчук [и др.] ; под ред. Т.К. Савчук. – Минск : БГЭУ, 2009. – 221 с.
28. Чернов, В.А. Инвестиционный анализ : учебное пособие для вузов по специальности «Бухгалтерский учет, анализ, аудит», «Финансы и кредит», «Налоги и налогообложение» и по специальностям экономики и управления (080100) / В.А. Чернов; ред. М.И. Баканов. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 159 с.
29. Ширшова, В.В. Теория и практика инвестиционных расчетов : учеб. пособие / В.В. Ширшова, А.В. Королев. – Минск : Изд-во Гревцова, 2009. – 296 с.
30. Янковский, К.П. Инвестиции / К.П. Янковский. – СПб. : Питер, 2006. – 224 с.



*кафедра  
экономики и  
управления*

Начало

Содержание



Страница 268 из 268

Назад

На весь экран

Закреть