Петербургский Государственный Университет

путей сообщения

Факультет: «Экономика и социальное управление»

Кафедра: «Менеджмент и маркетинг»

Курсовая работа на тему:

«Инвестиционные проекты».

Проверил:

Выполнила:

Студентка

группы

Санкт-Петербург

2007 г.

**План**

1. Инвестиционные проекты и их классификация

1.1 Понятие инвестиционного проекта

1.2 Классификация инвестиционных проектов

1.3 Фазы развития инвестиционного проекта

1.4 Участники инвестиционных проектов

1.5 Бизнес-план инвестиционного проекта

2. Методы оценки инвестиционных проектов

2.1 Критерии оценки инвестиционных проектов

2.2 Анализ чувствительности

2.3 Социальные результаты инвестиционных проектов

3. Методы финансирования инвестиционных проектов

3.1 Классификация видов и форм финансирования

3.2 Традиционное и венчурное финансирование

3.3 Облигационные займы

3.4 Лизинг

3.5 Бюджетное финансирование

Заключение

Список используемой литературы

**1. Инвестиционные проекты и их классификация**

**1.1 Понятие инвестиционного проекта**

Термин «инвестиция» входит в число наиболее часто используемых понятий в экономике, находящейся в процессе трансформации или испытывающей подъём. Это понятие происходит от латинского investio – одеваю, и подразумевает долгосрочное вложение капитала в экономику внутри страны и за границей. В руководствах по инвестиционной деятельности его, как правило, трактуют в широком смысле, понимая под инвестицией «расходование ресурсов в надежде на получение доходов в будущем, по истечении достаточно длительного периода времени».

Традиционно различают два вида инвестиций – финансовые и реальные. Первые представляют собой вложение капитала в долгосрочные финансовые активы – паи, акции, облигации; вторые – в развитие материально-технической базы предприятий производственной и непроизводственной сфер. За реальными инвестициями в российском законодательстве закреплён специальный термин – капитальные вложения, под которым понимаются инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты.

Реальные инвестиции, как правило, оформляются в виде инвестиционного проекта. Согласно Закону №39-ФЗ «инвестиционный проект есть обоснование экономической целесообразности, объёма и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации и утверждёнными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а так же описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

Таким образом, если следовать букве закона, то инвестиционный план трактуется как набор документации, содержащий два крупных блока документов:

Документально оформленное обоснование экономической целесообразности, объёма и сроков осуществления капитальных вложений, включая необходимую проектно-сметную документацию, разработанную в соответствии законодательством РФ и утверждённую в установленном порядке стандартами (нормами и правилами);

Бизнес-план, как описание практических действий по осуществлению инвестиций.

Субъектами инвестиционной деятельности являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капитальных вложений и другие лица. Инвесторами, т.е. лицами, осуществляющими капитальные вложения, могут быть физические и юридические лица, создаваемые на основе договора о совместной деятельности.

В качестве заказчиков по инвестиционному проекту могут выступать как собственно инвесторы, так и уполномоченные ими физические и юридические лица.

**1.2 Классификация инвестиционных проектов**

Любая классификация инвестиционных проектов относительна и неполна.

В настоящее время существует несколько типов классификаций инвестиционных проектов. Эти классификации строятся на признаках масштабности, целевой направленности и содержания, вида получаемого эффекта, степени участия государства, условий финансирования и длительности.

Классификация инвестиционных проектов по типу проекта подразумевает разделение на технический, организационный, социальный, экономический и смешанный. Существуют и отдельные виды: инвестиционный, инновационный, научно-исследовательский проект и другие. Виды различаются между собой не только целями, но и ключевыми ограничениями: время, деньги, рынок, оборудование, специалисты и т. п.

Классификация инвестиционных бизнес проектов по масштабу делит их на малые и мегапроекты. Стоимость последних обычно превышает 1 млрд. долларов, что позволяет относить их к особому классу. По сути своей то, что называется мегапроектом, является отдельной целевой программой развития той или иной области, связанной, например, с необходимостью крупной отраслевой или структурной межотраслевой перестройки. Он требует привлечения дополнительных источников финансирования, государственной поддержки, создания уникальных структур и систем управления и не может быть реализован в рамках одного предприятия.

Малые проекты допустимо разделить на моно - и мультипроекты. Монопроект имеет одну определенную цель и четко очерченные рамки по финансам, ресурсам, времени и качеству, в то время как мультипроект характеризуется комплексной природой, разнообразием решаемых задач и объединяет, по сути, несколько взаимосвязанных проектов, относящихся обычно к разным типам.

Наконец, по длительности или сроку реализации инвестиционные проекты подразделяются на кратко-, средне- и долгосрочные, причем рассматривается продолжительность цикла капиталовложений, а не полный инвестиционный период.

**1.3 Фазы развития инвестиционного проекта**

Любой проект, даже самый крупный, обычно является лишь элементом инвестиционной программы, осуществляемой в рамках инвестиционной политики фирмы. Разработка этой политики предполагает: формулирование долгосрочных целей деятельности фирмы; поиск новых перспективных сфер приложения свободного капитала; разработку инженерно-технологических, маркетинговых и финансовых прогнозов; формулирование целей и подцелей инвестиционной деятельности; исследование рынка и идентификацию возможных и доступных проектов; экономическую оценку и перебор вариантов в условиях различных ограничений (временных, ресурсных, имеющих экономическую и социальную природу и др.); формирование инвестиционного портфеля; подготовку и периодическое уточнение бюджета капитальных вложений; перманентную оценку действующих проектов; оценку последствий реализации завершившихся проектов.

В ходе развития стратегии развития фирмы очерчиваются основные направления её деятельности, сферы и приоритетность приложения капитала. При этом исходят из приемлемой рентабельности, устойчивости роста, необходимой диверсификации бизнеса. Вопрос о поиске перспективных сфер приложения капитала возникает по мере стабилизации выбранного бизнеса и появления денежных средств, которые собственники считают возможным не изымать из бизнеса. Любая инвестиционная программа базируется на прогнозных оценках маркетингового, технического, технологического и финансового характера, которые используются при разработке бюджета капиталовложений. С течением времени в крупной фирме чаще всего формируется портфель допустимых проектов, которые могут быть реализованы по мере появления источников финансирования.

Жизненный цикл проекта; может быть разделен на три основные стадии: предынвестиционную, инвестиционную и эксплуатационную.

Начальная (предынвестиционная) стадия обычно подразделяется на предынвестиционные исследования и разработку проектно-сметной документации, планирование проекта и подготовку к строительству. При проведении предынвестиционной стадии, как правило, выделяют следующие три фазы:

- изучение инвестиционных возможностей проекта;\_ - предпроектные исследования;

- оценка осуществимости инвестиционного проекта. Различие между уровнями предынвестиционных исследований весьма условно, и глубина проработки каждого уровня зависит от сложности проекта, временных ограничений, требований потенциального инвестора и множества других факторов. Стоимость проведения предпроектных исследований также различна и варьируется от 0,8% для крупных проектов до 5,0% для проектов с небольшими объемами инвестиций.

Инвестиционная (строительная) стадия заключается в:

проведении торгов и заключении контрактов, организации закупок и поставок, подготовительных работах;

строительно-монтажных работах; завершении строительной фазы проекта. Эксплуатационная стадия включает в себя эксплуатацию, ремонт, развитие производства и закрытие проекта.

Для российских условий применительно к действующим в Российской Федерации нормативным документам принципиальная схема жизненного цикла традиционного инвестиционного проекта состоит из четырех фаз:

фаза 1:концепция (1-5%);

фаза 2:планирование и разработка (9-15%);

фаза 3:осуществление(055-80%);

фаза 4: завершение (10-15%).

Жизненный цикл инвестиционного проекта характеризуется инвестиционным и предпринимательским риском. При этом типы рисков, связанных с финансированием инвестиционного проекта, во времени условно можно подразделить на риски подготовительной стадии, риски создания проекта, риски ввода объекта в эксплуатацию, риски функционирования объекта.

Первым трем стадиям реализации проекта присущи как общие, так и специфические типы, и виды рисков, являющиеся составными частями общего инвестиционного риска. При этом на всех стадиях осуществления проекта присутствуют риски и факторы общеэкономического, социально-политического, технического, коммерческого характера и др.

На четвертой стадии возникают, как правило, инвестиционные риски, связанные с предпринимательской деятельностью-предпринимательский риск, включающий этапы введения на рынок товаров и услуг, роста, зрелости насыщения рынка и упадка спроса на товары и услуги.

**1.4 Участники инвестиционных проектов**

Основной элемент структуры инвестиционного проекта – это участники проекта, так как именно они обеспечивают реализацию замысла и достижение целей проекта.

В зависимости от типа проекта в его реализации могут принимать участие от одной до нескольких десятков организаций. У каждой из них свои функции, степень участия в проекте и мера ответственности за его судьбу.

Вместе с тем все эти организации, в зависимости от выполняемых ими функций, можно объединить в конкретные группы участников проекта:

Заказчик – будущий владелец и пользователь результатов проекта. В качестве заказчика может выступать как физическое, так и юридическое лицо. При этом заказчиком может быть как одна единственная организация, так и несколько организаций, объединивших свои усилия, интересы и капиталы для реализации проекта и использования его результатов.

Инвестор – тот, кто вкладывает средства в проект. Часто Инвестор одновременно является и Заказчиком. Если же Инвестор и Заказчик – не одно и то же лицо, инвестор заключает договор с заказчиком, контролирует выполнение контрактов и осуществляет расчеты с другими участниками проекта.

Проектировщик – тот, кто разрабатывает проектно-сметную документацию.

Поставщик – осуществляет материально-техническое обеспечение проекта (закупки и поставки).

Подрядчик — юридическое лицо, несущее ответственность за выполнение работ в соответствии с контрактом.

Консультант – это фирмы и специалисты, привлекаемые на контрактных условия для оказания консультационных услуг другим участникам проекта по всем вопросам и на всех этапах его реализации.

Менеджер проекта – это юридическое лицо, которому заказчик (или инвестор или другой участник проекта) делегирует полномочия по руководству работами по проекту: планированию, контролю и координации работ участников проекта.

8. Команда Проекта – специфическая организационная структура, возглавляемая руководителем проекта и создаваемая на период осуществления проекта с целью эффективного достижения его целей.

9. Лицензиар – юридическое или физическое лицо — обладатель лицензий и "ноу-хау", используемых в проекте. Лицензиар предоставляет (обычно на коммерческих условиях) право использования в проекте необходимых научно- технических достижений.

10. Банк – один из основных инвесторов, обеспечивающих финансирование проекта. В обязанности банка входит непрерывное обеспечение проекта денежными средствами, а также кредитование генподрядчика для расчетов с субподрядчиками, если у заказчика нет необходимых средств.

**1.5 Бизнес-план инвестиционного проекта**

Обычно бизнес-план определяют как текст, содержащий в структурном виде всю информацию о проекте, необходимую для его осуществления. В процессе разработки бизнес-плана, сначала формируют доходную часть проекта (продукция, цены, рынок продажи), затем - расходную (затраты на приобретение оборудования, сырья, материалов, заработную плату). При этом учитывают возможные варианты организационно-правового обеспечения бизнеса и схемы финансирования, после чего переходят к расчетам эффективности к ее анализу.

Структура и содержание бизнес-плана строго не регламентируются; но при его разработке обязательно следует обратить внимание на следующие условия:

- бизнес-план должен быть профессиональным, доступным и понятным для пользования;

- бизнес-план должен быть разделен на главы (разделы). Для более полного и наглядного восприятия информации рекомендуется использовать таблицы, схемы, диаграммы, графики;

- бизнес-план должен быть объективным. Бухгалтер и аудитор должны тщательно проверить всё финансовые расчеты.

2. **Методы оценки инвестиционных проектов**

В целом, основными критериями целесообразности вложения денег, как в производство, так и в ценные бумаги можно считать следующие:

чистая прибыль от данного вложения превышает чистую прибыль от помещения средств на банковский депозит;

рентабельность инвестиций выше уровня инфляции;

рентабельность данного проекта с учетом фактора времени выше рентабельности альтернативных проектов;

рентабельность активов предприятия после осуществления проекта увеличится (или, по крайней мере, не уменьшится) и в любом случае превысит среднюю расчетную ставку по заемным средствам;

рассматриваемый проект соответствует генеральной стратегической линии предприятия с точки зрения формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроков окупаемости затрат, наличия финансовых источников покрытия издержек, обеспечения необходимых поступлений и т.д.

Инвестиции - это протяженный во времени процесс, поэтому при анализе инвестиционных проектов необходимо учитывать:

привлекательность проектов по сравнению с альтернативными возможностями вложения средств с точки зрения максимизации доходов владельцев предприятия при приемлемой степени риска, т.к. именно эта цель является главной для финансового менеджмента;

рискованность проектов, т.к. чем длительнее срок окупаемости, тем рискованнее проект;

временную стоимость денег, т.к. с течением времени деньги изменяют свою ценность.

Каковы основные методы анализа инвестиционных проектов?

Метод простой (бухгалтерской) нормы прибыли.

Этот метод базируется на расчете отношения средней за период жизни проекта чистой бухгалтерской прибыли и средней величины инвестиций (затраты основных и оборотных средств) в проект. Выбирается проект с наибольшей средней бухгалтерской нормой прибыли.

Основным достоинством данного метода является его простота для понимания, доступность информации, несложность вычисления. Недостатком его нужно считать то, что он не учитывает неденежный (скрытый) характер некоторых видов затрат (типа амортизации) и связанную с этим налоговую экономию, возможности реинвестирования получаемых доходов, времени притока и оттока денежных средств и временную стоимость денег.

Метод расчета периода окупаемости проекта.

Вычисляется количество лет, необходимых для полного возмещения первоначальных затрат, т.е. определяется момент, когда денежный поток доходов сравняется с суммой денежных потоков затрат. Проект с наименьшим сроком окупаемости выбирается. Метод игнорирует возможности реинвестирования доходов и временную стоимость денег.

Применяется также дисконтный метод окупаемости проекта - определяется срок, через который дисконтированные денежные потоки доходов сравняются с дисконтированными денежными потоками затрат. При этом используется концепция денежных потоков, учитывается возможность реинвестирования доходов и временная стоимость денег. Обе модификации данного метода просты в понимании и применении и позволяют судить о ликвидности и рискованности проекта, поскольку длительная окупаемость означает длительную иммобилизацию средств (пониженную ликвидность проекта) и повышенную рискованность проекта. Однако обе модификации игнорируют денежные поступления после истечения срока окупаемости проекта. Они успешно применяются для быстрой оценки проектов, а также в условиях значительной инфляции, политической нестабильности или при дефиците ликвидных средств - т.е. в обстоятельствах, ориентирующих предприятие на получение максимальных доходов в кратчайшие сроки.

4. Метод чистой настоящей (текущей) стоимости (NPV).

Чистая настоящая стоимость проекта определяется как разница между суммой настоящих стоимостей всех денежных потоков доходов и суммой настоящих стоимостей всех денежных потоков затрат, т.е. как чистый денежный поток от проекта, приведенный к настоящей стоимости. Коэффициент дисконтирования при этом принимается равным средней стоимости капитала. Проект одобряется, если чистая настоящая стоимость проекта больше нуля.

Данный метод не позволяет судить о пороге рентабельности и запасе финансовой прочности проекта. Использование данного метода осложняется трудностью прогнозирования ставки дисконтирования (средней стоимости капитала) и/или ставки банковского процента.

При рассмотрении единственного проекта или выборе между независимыми проектами применяется как метод, равноценный методу внутренней ставки рентабельности (см. ниже); при выборе между взаимоисключающими проектами применяется как метод, отвечающий основной задаче финансового менеджмента - приумножение доходов владельцев предприятия.

Метод внутренней нормы рентабельности (IRR).

Все поступления и затраты по проекту приводятся к настоящей стоимости поставке дисконтирования, полученной не на основе задаваемой извне средней стоимости капитала, а на основе внутренней ставки рентабельности самого проекта, которая определяется как ставка доходности, при которой настоящая стоимость поступлений равна настоящей стоимости затрат, т.е. чистая настоящая стоимость проекта равна нулю. Полученная таким образом чистая настоящая стоимость проекта сопоставляется с чистой настоящей стоимостью затрат. Одобряются проекты с внутренней нормой рентабельности, превышающей среднюю стоимость капитала (принимаемую за минимально допустимый уровень доходности).

Данный метод предполагает сложные вычисления и не всегда выделяет самый прибыльный проект. Метод предполагает малореалистичную ситуацию реинвестирования всех промежуточных денежных поступлений от проекта по ставке внутренней доходности. Однако метод учитывает изменения стоимости денег во времени.

Каждый из методов анализа инвестиционных проектов дает возможность рассмотреть отдельные характеристики и особенности проекта. Наиболее эффективным способом оценки и выбора инвестиционных проектов нужно признать комплексное применение всех основных методов при анализе каждого из проектов.

**2.1 Критерии оценки инвестиционных проектов**

Для снижения риска инновационной деятельности предпринимательской фирме необходимо в первую очередь провести тщательную оценку предлагаемого к осуществлению инвестиционного проекта. Инвестиционный проект, эффективный для одного предприятия, может оказаться неэффективным для другого в силу объективных и субъективных причин, таких, как территориальная расположенность предприятия, уровень компетентности персонала по основным направлениям инвестиционного проекта, состояние основных фондов и т.п. Все эти факторы оказывают влияние на результативность инвестиционного проекта, но оценить их количественно очень сложно, а в некоторых случаях и невозможно, поэтому их необходимо учитывать на стадии отбора проектов. Поскольку на каждом конкретном предприятии существуют свои факторы, оказывающие влияние на эффективность инвестиционных проектов, то универсальной системы оценки проектов нет, но ряд факторов имеет отношение к большинству инвестиционных предприятий. На основе этих факторов выделяют определенные критерии для оценки инновационных проектов, которые включают в себя:[[1]](#footnote-1)

цели, стратегия, политика и ценности предприятия;

маркетинг;

НИОКР;

финансы;

производство.

Рассмотрим каждый критерий оценки инвестиционного проекта.

1.Цели, стратегия, политика предприятия. Оценивая инвестиционный проект в этом направлении, необходимо выявить насколько цели и задачи инвестиционного проекта совпадают с целями и стратегией развития предприятия, так как если направление проекта противоречит общей политике предприятия, то возникает большая вероятность того, что проект не принесет ожидаемого результата.

2.Маркетинг, для реализации инвестиционного проекта необходимо, чтобы маркетинговые исследования рынка подтвердили его потребность, выявили конкретных будущих потребителей. В том случае, если конечный результат инвестиционного проекта - продуктовая инновация, то цель маркетингового исследования - спрогнозировать спрос на новую продукцию, которая в начальный период предложения ее на рынке в силу патентной или иной временной монополии данного предприятия на новую продукцию будет одновременно спросом на продукцию предприятия. Сюда же можно отнести и технологические инновации, улучшающие качество продукции, создающие ее новую модификацию. Однако провести маркетинговое исследование по инвестиционному проекту, предлагающему принципиально новый продукт, очень сложно, т.к. в некоторых случаях они могут быть настолько новы, что их потенциальными потребителями еще не осознана потребность в них. Маркетинговое исследование в такой ситуации с большей долей вероятности может дать ошибочный, и даже отрицательный результат.

Технологические инновации, ориентированные на повышение производительности продукта (в перспективе обеспечивающие резкое увеличение объема прежнего по качеству продукта при прежних или незначительно больших затратах на его производство) или ориентированные на резкое снижение себестоимости его производства, позволяющие снижать оптовые и розничные цены и вытеснять конкурентов, нуждаются в проведении сложных маркетинговых исследовании в оценке резервов емкости рынка предлагаемого инвестиционным проектом продукта или услуги.

Однако целью маркетингового исследования инвестиционного проекта является не только оценка спроса, но и оценка объема продаж, который будет обеспечен в результате выпуска товара или услуги, причем эта оценка имеет очень важное значение, т.к. объем продаж - это конечный показатель успеха проекта. При оценке возможного объема продаж необходимо оценить общий объем рынка, долю рынка, срок выпуска новой продукции, вероятность коммерческого успеха.

При оценке инвестиционного проекта следует выявить действительных, а также потенциально возможных конкурентов, однако сравнивать необходимо не только продукт - результат инвестиционного проекта с аналогами конкурентов, а ожидаемые последствия от действий на рынке конкурентов.

Целесообразно также проанализировать и возможные каналы распределения результатов инвестиционного проекта, оценить, насколько подходит уже существующая на предприятии система сбыта для распространения нового товара, т.к. создание специализированных каналов распределения на предприятии может значительно увеличить стоимость инвестиционного проекта.

3.Стадия НИОКР является начальной стадией инвестиционного проекта, на которой следует оценить вероятность достижения требуемых научно-технических показателей проекта и влияние их на результаты деятельности предприятия. Технический успех - это получение желаемых технических показателей, при этом эти показатели должны быть достигнута в рамках выделенных на проект средств и в требуемые сроки. Инвестиционный проект может быть изолированной разработкой или родоначальником семейства новых продуктов, определяющим дальнейшую специализацию предприятия. Поэтому оценивать проект следует не только с позиций непосредственно нового проекта, а целесообразно выявить и учесть возможные перспективы разработки в течение нескольких лет семейства продуктов, а также применения соответствующей технологии для дальнейших разработок продукта или других сфер его приложения. Для предприятия большей привлекательностью обладает тот инвестиционный проект, результат которого имеет долгосрочные перспективы. Оценивая инвестиционный проект с позиций научно-технических критериев, следует учитывать не только вероятность технического успеха, но и воздействие этого проекта на бюджет НИОКР предприятия и деятельность подразделений, которые выполняют НИОКР.

При проверке инвестиционного проекта следует учитывать, не нарушает ли реализация данного проекта права на интеллектуальную собственность какого-либо патентодержателя, а также выяснить, не ведутся ли конкурентами параллельные разработки иначе эффективность проекта может быть оценена неверно. На принятие решения также оказывает влияние возможное отрицательное воздействие на окружающую среду процесса реализации проекта. Так как в некоторых случаях экологические последствия проекта могут быть негативными, проекты могут быть запрещены законодательным путем или на предприятие могут быть наложены большие штрафы, что вызовет непредвиденные убытки и поставит под вопрос эффективность проекта.

4.Финансы. При выборе инвестиционного проекта большое значение имеет правильная оценка эффективности (прибыльности) проекта. Проект должен рассматриваться в совокупности с уже разрабатываемыми инвестиционными проектами, которые также требуют финансирования. В некоторых случаях требующие значительных капитальных ресурсов проекты могут быть отвергнуты в пользу менее эффективных проектов, но требующих меньших затрат, из-за того, что финансовые ресурсы необходимы для других проектов предприятия. Концентрировать все финансовые ресурсы предприятия на разработке одного проекта не всегда целесообразно. Предприятие может себе это позволить лишь в том случае, если проекту гарантирован 100%-ныи технический и коммерческий успех. В других случаях выгоднее направлять ресурсы на разработку нескольких инвестиционных проектов. В таком случае проявление неудач при разработке одного из проектов будет компенсировано успехом от реализации других.

Следует оценить количественно все затраты, необходимые для разработки проекта. Основные затраты, производимые до того, как продукт или технологический процесс начнет давать отдачу, состоят из затрат на НИОКР, капитальных вложении в производственные мощности и первоначальных стартовых затрат, причем уровень этих затрат зависит от направленности проекта. Здесь же необходимо оценить возможный метод финансирования проекта, необходимость и вероятность привлечения внешних инвестиций для реализации проекта. Одна из главных проблем - это правильное планирование денежной наличности. Очень часто вполне рентабельный проект может оказаться несостоятельным в результате непоступления финансовых средств в конкретные сроки. Поэтому необходимо соотнести во времени прогноз денежных поступлений с прогнозом необходимости финансовых затрат, требующихся для разработки проекта.

5.Производство. Стадия производства является заключительной стадией реализации проекта, требующая тщательного анализа, в результате которого исследуются все вопросы, связанные с обеспечением производственными помещениями, оборудованием, его расположением, персоналом. Обстоятельно анализируются производственный процесс: как должна быть организована система выпуска продукции и каким образом должен осуществляться контроль за соблюдением технологических процессов, обеспечивает ли оборудование достижение требуемого качества нового продукта и т.д. Если какие-то работы по проекту предприятие не может выполнить самостоятельно, необходимо выявить потенциальных субподрядчиков и оценить примерную стоимость этих работ.

К моменту, когда завершается стадия НИОКР и проект внедряется в производство, в первую очередь необходимо оценить потребность производства в специализированном оборудовании и высококвалифицированных кадрах для перехода к выпуску больших объемов продуктов или услуг. Скорость и издержки, сопровождающие внедрение в производство, различны у отдельных проектов. Обычно чем больше разрыв между требованиями, необходимыми для организации производства новой продукции и существующими производственными возможностями, тем больше соответствующие затраты по реализации инвестиционного проекта. Оценивая проект, необходимо выявить те характеристики нового продукта или услуги, достижения которых, вероятнее всего, вызовут дополнительные производственные затраты. Определив эти трудности и затраты, можно обеспечить плановый переход проекта от стадии НИОКР к стадии производства.

На данной стадии реализации проекта следует оценить окончательные издержки производства нового продукта, которые зависят от многих факторов: цен на материалы, сырье, энергию, комплектующие, технологии, уровня оплаты труда работникам, капитальных вложений, объема выпуска.

Полная оценка проекта включает в себя анализ вышеперечисленных элементов реализации проекта. Для сведения полученных результатов в единое целое для получения общей оценки, можно использовать критерии, перечисленные в таблице 8 (см. приложение).

Приведенный перечень не является универсальным и в зависимости от целей и направления конкретного проекта может быть расширен.

**2.2 Анализ чувствительности**

Целью анализа чувствительности является определение степени влияния различных факторов на финансовый результат проекта. В качестве интегральных показателей, характеризующих финансовый результат проекта, используются обычно следующие показатели:

внутренний коэффициент рентабельности (IRR);

срок окупаемости проекта (PBP);

чистая приведенная величина дохода (NPV);

индекс прибыльности (PI).

Факторы, варьируемые в процессе анализа чувствительности, можно разделить на две основные группы:

Факторы, влияющие на объем поступлений;

Факторы, влияющие на объем затрат.

Как правило, в качестве варьируемых факторов принимаются следующие:

физический объем продаж как следствие емкости рынка, доли предприятия на рынке, потенциала роста рыночного спроса;

продажная цена и тенденции ее изменений;

прямые (переменные) издержки и тенденции их изменений;

постоянные издержки и тенденции их изменений;

требуемый объем инвестиций;

стоимость привлекаемого капитала в зависимости от условий и источников его формирования;

в отдельных случаях - показатели инфляции.

Эти факторы можно отнести к разряду непосредственно влияющих на объемы поступлений и затрат. Однако кроме факторов прямого действия есть факторы, которые можно условно назвать косвенными. К их числу относятся, в частности, факторы времени.

Факторы времени могут оказывать на финансовый результат проекта разнонаправленное действие. В качестве факторов времени, оказывающих негативное влияние, можно выделить следующие:

длительность технологического цикла изготовления продукта или услуги;

время, затрачиваемое на реализацию готовой продукции;

время задержки платежей.

Среди позитивных факторов времени можно назвать такие, как: задержка оплаты за поставленное сырье, материалы и комплектующие изделия, а также период времени поставки продукции с момента получения авансового платежа при реализации продукции и услуг на условиях предоплаты.

Следующей группой факторов, оказывающих значительное влияние на финансовый результат проекта и используемых в качестве варьируемых параметров в анализе чувствительности инвестиционных проектов, являются формирование и управление запасами.

Еще одна важная группа варьируемых факторов - это факторы, характеризующие условия формирования капитала. В процессе анализа чувствительности варьируется соотношение собственного и заемного капитала, и определяются граничные значения, за которыми процесс формирования капитала посредством банковских кредитов неэффективен.

Очевидно, что влияние всех указанных факторов для разных проектов будет различным. В каждом конкретном случае под варьированием значений того или иного фактора подразумевается конкретное управленческое решение, которое, в свою очередь, приводит к изменениям в инвестиционном плане или объемах планируемых затрат и поступлений.

Таким образом, анализ чувствительности проводят как при планировании, так и при анализе инвестиционных проектов. Полученные в результате проведенного анализа чувствительности данные служат основой для оценки финансовый риска проекта, а также помогают разработать стратегию наиболее безопасного и эффективного пути его реализации.

**2.3 Социальные результаты инвестиционных проектов**

Разработка и реализация любого инвестиционного проекта всегда преследует достижение определённых целей. В любой социально-экономической системе (страна, регион, предприятие и др.) формируется так называемое «дерево целей», структурированных и иерархически упорядоченных в зависимости от вида этой системы, способов и масштабов её функционирования, способа построения организационной структуры управления и т.п. Так, в приложении к основной ячейке экономической системы страны - фирме - эти цели в наиболее общем виде можно подразделить на рыночные, финансово-экономические, производственно-технологические и социальные. Рыночные цели имеют отношение, прежде всего к стратегическому планированию и представляют собой некоторые ориентиры в отношении положения компании на интересующих её рынках продукции и факторов производства. Типичный пример-установление целевого ориентира по занятию определённого сегмента (доли) на рынке предлагаемых товаров (услуг). Финансово-экономические цели занимают основное место в системе целеполагания и выражаются главным образом в стоимостном представлении и показателях рентабельности (доходности). Производственно-технологические цели, устанавливаемые в ходе внутрипроизводственного планирования, наиболее детализированы, распространяются на все линейные подразделения (точнее, на центры ответственности) и не обязательно выражаются в денежном измерителе. Социальные цели имеют ориентацию, как за пределы фирмы, так и внутри её. В первом случае речь идёт о роли фирмы в её влиянии на внешнюю среду: дополнительные рабочие места, охрана окружающей среды, открытие новых социально-значимых производств и др. Во втором случае речь идёт о создании преимуществ для работников фирмы: система повышения квалификации, организация досуга, система дополнительного пенсионного обеспечения и др.

Социальным целям особое внимание уделяется, в частности, в странах, исповедующих принципы так называемой рейнской модели капитализма.

Все упомянутые цели действительно составляют единое целое в том смысле, что они взаимоувязаны в рамках системы планирования. Для подтверждения можно привести следующий пример. В европейских странах уже давно пропагандируется идея социальной ориентации годовых отчётов крупных фирм, выражающаяся в том, что в состав публикуемой отчётности включаются формы, содержащие данные в динамике о мероприятиях по защите окружающей среды (капитальные затраты, эксплуатационные расходы, затраты на исследовательские работы соответствующего предназначения, количество работников фирмы, занятых разработкой и реализацией мероприятий по защите окружающей среды и т.п.)

Формулирование «дерева целей» имеет место и при осуществлении инвестиционной деятельности. Таким образом, характеризуя целесообразность какого-либо проекта, чаще всего говорят о двух видах эффективности - экономической и социальной. Количественно эффективность выражается различными показателями. В общем случае результативность, экономическая целесообразность и эффективность функционирования коммерческой организации или внедрения некоторого проекта измеряются абсолютными и относительными показателями: прибылью, показателями рентабельности, доходности и др.

Понятие социального эффекта (эффективности) в контексте инвестиционной деятельности может рассматриваться в двух аспектах. Первый связан с получением некоторого социального эффекта при инвестировании в коммерческую деятельность, т.е. в проект, прямо или косвенно способствующий наращиванию совокупного экономического результата, обычно прибыли, второй - в некоммерческую деятельность, т.е. в некий проект, не предполагающий генерирования прибыли. Принципиальное различие заключается в том, что в первом случае все же доминирует критерий экономической эффективности, а социальный эффект рассматривается как дополнительный результат от внедрения и реализации проекта. Во втором случае акценты смещаются ровно наоборот – социальный эффект (эффективность) выступает уже в роли первоочередного критерия; безусловно, по возможности принимаются во внимание и показатели экономического эффекта (эффективности), но не в качестве целевых критериев, а, например, лишь как критерии, характеризующие рациональность действий, выполняемых в ходе реализации проекта.

По мере усиления требований к гуманизации труда социальные аспекты инвестиционной деятельности всё более активно принимаются во внимание не зависимо от того, о какой сфере экономики идёт речь.

**3. Методы финансирования инвестиционных проектов**

**3.1 Классификация видов и форм финансирования**

Формы и методы финансирования инвестиционных проектов отличаются значительным разнообразием: в этих целях могут быть использованы выпуск акций, приобретение кредита, лизинговое финансирование, ипотечные ссуды.

Каждая из используемых форм финансирования обладает определенными достоинствами и недостатками. Поэтому в любом инвестиционном проекте должна быть проведена тщательная оценка последствий инвестирования различных альтернативных схем и форм финансирования. Например, важно соблюдать правильное соотношение между долгосрочной задолженностью и акционерным капиталом, поскольку, чем выше доля заемных средств, тем больше сумма, выплачиваемая в виде процентов.

Используемая финансовая схема должна:

обеспечить необходимый для планомерного выполнения проекта объема инвестиций;

действовать в направлении оптимизации структуры инвестиций и налоговых платежей;

обеспечивать снижение капитальных затрат и риска проекта;

обеспечивать баланс между объемом привлеченных финансовых ресурсов и величиной получаемой прибыли.

Получение финансовых результатов путем выпуска акций

Это одна из наиболее распространенных форм финансирования инвестиционных проектов, она является предпочтительной формой финансирования первоначальных стадий крупных инвестиционных проектов. Акционерный капитал можно приобретать путем эмиссий двух видов акций: привилегированных и обыкновенных. Потенциальными покупателями могут стать: заказчики, заинтересованные в продукции, производимой в результате завершения проекта и ввода в эксплуатацию мощностей; внешние инвесторы, заинтересованные в окупаемости вложенных средств, получении налоговых выигрышей или в приросте стоимости основного капитала на условиях ограниченной аренды или ограниченного участия.

Акционерный капитал может вноситься ими в виде денежных вкладов, оборудования, технологий, а также в форме экономического обоснования проекта или права использования национальных ресурсов, если акционерами являются правительственные организации.

Привлекательность этой формы финансирования объясняется тем, что основной объем финансовых или иных ресурсов поступает от участников проекта в начале его реализации, хотя могут производиться вклады в форме подчиненных кредитов и в ходе осуществления проекта в начале его реализации. В то же время ее использование дает возможность перенести на более поздние сроки выплату основных сумм погашения задолженности, когда возрастает способность проекта генерировать доходы, а прогнозируемые капитальные затраты и требования к финансированию будут более точными.

Для финансирования крупных проектов, требующих больших капитальных затрат, выпуск акций совмещается с выпуском долговых обязательств.

Долгосрочное финансирование

Источниками долгосрочного долгового финансирования могут быть:

долгосрочные кредиты в коммерческих банках;

кредиты в государственных учреждениях;

ипотечные ссуды;

частное размещение долговых обязательств.

Выбор варианта долгосрочного долгового финансирования должен базироваться на результатах анализа устойчивости проекта и оценок возможностей проекта обеспечивать погашение кредита и выплату процентных ставок. В дополнение к указанным выше источникам долгосрочного финансирования могут использоваться такие формы, как эмиссия облигаций и долговых обязательств (эта форма финансирования инвестиционных проектов часто используется при осуществлении проектов по реконструкции и расширению действующих предприятий).

Кредиты как форма финансирования инвестиционных проектов

Если кредит в коммерческом банке или государственных учреждениях представляется выгодной формой финансирования проекта, то его участники должны разработать общую стратегию финансовых отношений с банками.

Наиболее распространенный вариант такой стратегии заключается в том, что вначале к переговорам привлекаются банки, имеющие с участниками проекта прочные финансовые отношения или выражающие интерес к развитию таких связей, а затем одному из этих банков предлагается занять ведущую роль на переговорах о кредите с другими банками.

Менее распространенным подходом, но иногда очень плодотворным является объединение участников проекта в группу, выполняющую функции синдиката, для получения средств на принципах “клубного кредита”. В этом случае переговоры с каждым из банков проводятся на индивидуальной основе, что предоставляет участникам определенную гибкость в последующих переговорах с инвесторами по поводу кредита.

Выбор условий кредитования проекта определяется чувствительностью его экономических показателей к изменению ставки, а также получаемой потенциальной экономией (если рынок характеризуется нормальной, повышающейся кривой процентных доходов). В зависимости от этих характеристик проекта могут использоваться фиксированные процентные ставки или так называемые “скользящие” процентные ставки, то есть изменяющиеся в зависимости от периода кредитования. Потенциальная экономия рассчитывается как разность между суммарными затратами на выплату финансовых процентных ставок долгосрочного кредита и текущими суммарными затратами на выплату скользящих процентных ставок. Важным фактором, определяющим выбор условий кредитования, являются и сроки истечения долговых обязательств. Скользящие процентные ставки могут быть рекомендованы при относительно коротких периодах кредитования; фиксированные - при длительных.

При выборе условий кредитования необходимо учитывать ситуацию на кредитном рынке, которая определяет поведение банков-кредиторов. Кредиты предоставляются банками на условиях, учитывающих финансовую репутацию заемщика, все виды принимаемого банком риска, источники привлечения средств для рефинансирования предоставляемых кредиторов и другие аспекты каждого конкретного проекта, предлагаемого к финансированию. Они носят строго целевой характер, то есть могут использоваться лишь на цели, согласованные с банком. При этом банк следит за соблюдением целевого принципа использования кредитов.

По кредитам заемщики уплачивают проценты в валюте по “плавающим” и фиксированным ставкам, устанавливаемым банком, исходя из реальной стоимости привлеченных банком средств в соответствующей валюте на финансовых рынках, с добавлением маржи, определяемой банком в зависимости от конкретных условий реализации проектов и связанных с ним рисков, характера предоставляемого обеспечения, финансового положения заемщика и других факторов.

В настоящее время для российских коммерческих банков характерны следующие условия кредитования проектов:

финансирование предоставляется для экспортоориентированных проектов, в первую очередь, в области рыболовства, деревообработки, цветной и черной металлургии, нефтяной и газовой промышленности, военно-промышленного комплекса;

минимальный коэффициент покрытия долга 1.5 определяется на основе общей суммы кратко- и долгосрочного долга заемщика;

рентабельность проекта должна быть, как правило, более 15%;

проект должен иметь финансовую окупаемость и хорошие перспективы получения доходов в иностранной валюте;

проект должен быть безопасным для окружающей среды и способствовать экономическому развитию России;

собственные инвестиции заемщика в проект должны превышать 30% общей стоимости проекта.

Дополнительными требованиями по обеспечению кредита, выдвигаемыми банками, являются:

безусловные и безотзывные платежные гарантии юридических лиц, располагающих валютными средствами (или надежными источниками этих средств), достаточными для выполнения обязательств по кредиту;

размещение в банке-кредиторе валютного или рублевого депозита;

переуступка в пользу банка права получения и распоряжения валютной выручкой по контрактам, плательщиками по которым являются фирмы с надежной, по мнению банка, платежной репутацией;

залог имущества и имущественных прав клиента;

страхование кредита.

При кредитовании крупномасштабных проектов коммерческие банки, как правило, требуют, чтобы сумма кредита определялась размером минимального риска на одного заемщика, и приоритет отдается проектам, предусматривающим перевооружение и модернизацию уже действующих производств без дополнительного капитального строительства в значительных объемах, равно как и проектам, подразумевающим вложение клиентами собственных валютных средств наряду с привлечением банковских кредитов. В сложившихся условиях коммерческие банки практически не предоставляют кредиты для финансирования внедрения принципиально новых технологических разработок.

Ипотечные ссуды

Ссуда под залог недвижимости (ипотека) получила распространение в странах с развитой рыночной экономикой как один из важнейших источников долгосрочного финансирования. В такой сделке владелец имущества получает ссуду у залогодержателя и в качестве обеспечения возврата долга передает последнему право на преимущественное удовлетворение своего требования из стоимости заложенного имущества в случае отказа от погашения или неполного погашения задолженности. Наиболее распространенными объектами залога являются жилые дома, фермы, земля, другие виды недвижимости, находящиеся в собственности юридических и физических лиц.

Для финансирования инвестиционных проектов используется несколько видов ссуд:

стандартная ипотечная ссуда (погашение долга и выплата процентов осуществляются равными долями);

ссуда с ростом платежей (на начальном этапе взносы увеличиваются с определенным постоянным темпом, а далее выплачиваются постоянными суммами);

ипотека с изменяющейся суммой выплат (в льготный период выплачиваются только проценты и основная сумма долга не увеличивается);

ипотека с залоговым счетом (открывается специальный счет, на который должник вносит некоторую сумму для подстраховки выплат взносов на первом этапе осуществления проекта);

заём со снижений ставкой (залоговый счет открывает продавец поставляемого оборудования).

**3.2 Традиционное и венчурное финансирование**

В ряду проблем финансирования инвестиционных проектов можно выделить их ядро - проблемы, связанные с недостатком собственного капитала предпринимателей. В частности, хронический дефицит собственных средств испытывает подавляющее большинство малых и средних предприятий.

Как известно, для финансирования любого инвестиционного проекта можно использовать собственные средства (вклады партнеров, акционерный капитал) и заемные (кредиты) примерно в равной пропорции. Такое традиционное финансирование, или финансирование с обеспечением, в нашей стране пока не находит широкого применения из-за двойственной проблемы: "заемщики не могут, кредиторы не хотят" или "кредиторы не могут, заемщики не хотят".

Высокая стоимость кредитов и опасение оказаться в финансовой зависимости нередко становятся барьером для их использования - предприниматели не хотят прибегать к кредитованию. Кроме того, ограниченность традиционного кредитного финансирования связана с жесткими требованиями к доле собственных средств (30-50% общей стоимости проекта), а также с необходимостью залогового обеспечения. Выполнение этих условий зачастую нереально для малых и средних предприятий: и собственных средств не хватает, и закладывать нечего. Таким образом, предприниматели не могут использовать кредиты, а кредиторы не хотят рисковать и идти на уступки в структуре кредитования.

Заметим, что правило традиционного финансирования "СК > ЗК" (СК - собственный капитал, ЗК - заемный капитал) направлено в первую очередь на разделение риска между собственниками и кредиторами. Вкладывая собственный капитал, предприниматель демонстрирует свою уверенность в успехе реализации проекта, что документально подтверждают расчеты экономической эффективности инвестиций в бизнес-плане.

Для иллюстрации современной ситуации в рассматриваемой сфере приведем некоторые статистические данные.

В России в 2005 г. объем инвестиций в основной капитал составил 3534 млрд. руб., а темп роста к предыдущему году - 110,7%. В структуре инвестиций собственные средства занимают 47,7%, в том числе за счет прибыли осуществлено 22,42% инвестиций, из амортизации - 22,1%, а привлеченные средства составили 52,3%, в том числе бюджетные

средства - 20,1%. В расчете на душу населения инвестиции в основной капитал составили в 2004 г. 18 981 руб.- приблизительно 700 долл.

Иностранные инвестиции в экономику России, по данным на конец 2005 г., составили 111 835 млн. долл., в том числе прямые - 49 751 млн. долл., портфельные - 1903 млн. долл., прочие - 60 181 млн. долл.

В 2004 г. организациям были предоставлены кредиты на сумму 3189,3 млрд. руб., в 2005 г. - на сумму 4187,9 млрд. руб.

Нехватка кредитных ресурсов у отдельных российских банков для финансирования крупных инвестиционных проектов обусловлена тем, что в производстве идет процесс объединения и укрупнения бизнеса, а банки многочисленны, малы и разрозненны. Например, нередко отдельный региональный банк не может предоставить кредит для финансирования инвестиционных проектов реконструкции или технического перевооружения крупного предприятия. Эту проблему может преодолеть синдицированное кредитование - форма мобилизации ресурсов небольших банков и разделения рисков среди многих участников. Синдицированное кредитование позволяет организовать потоки капитала из одного региона в другой, выйти на международные рынки, в том числе под гарантии страховых агентств.

Венчурное финансирование в противовес традиционному не связано с жесткими ограничениями доли собственного капитала. Условиями венчурного финансирования являются быстрая окупаемость и высокая доходность - для компенсации высокого риска инвестирования отбирают проекты с ожидаемой годовой нормой доходности порядка 30-40%. Венчурный капитал называют рисковым капиталом, капиталом шансов. Венчурный фонд объединяет свободные средства многих участников и инвестирует их преимущественно как стартовый капитал - для развития на базе инноваций новых компаний, обладающих уникальными чертами и мощным потенциалом роста, с сильной руководящей командой. Минимизацию риска обеспечивает высокий конкурс заявок, жесткий отбор немногих высокоэффективных проектов.

Венчурный капитал помимо функции обеспечения (финансирования) как таковой выполняет также функцию сопровождения бизнеса - обеспечивает консультационной поддержкой и конфиденциальной информацией, передает опыт гибкого управления, быстрого принятия решений, сервиса. Эти функции охватывают все фазы жизненного цикла и оказывают влияние на процесс изготовления товаров и на результаты деятельности.

В соответствии с разделением финансирования на традиционное и венчурное среди так называемых заинтересованных лиц (покупающих акции компании) различают стратегических и финансовых инвесторов.

Стратегические инвесторы стремятся к росту рентабельности своего основного вида деятельности и инвестируют обычно в компании из смежных отраслей, приобретая крупный пакет акций. Стратегические инвесторы заинтересованы в полном контроле или, по крайней мере, в контроле основных решений. Как правило, они относятся к той же сфере бизнеса и активно участвуют в текущем управлении компанией. Стратегические инвесторы нацелены на реализацию определенной стратегии - рост продаж, лидерство на рынке, снижение затрат, высокие дивиденды и т.д.

Финансовые (венчурные) инвесторы стремятся к максимизации стоимости бизнеса и собственного дохода за счет своевременного выхода из проекта. Они приобретают небольшой, обычно блокирующий пакет акций, выбирая небольшую динамичную компанию, акции которой пока не котируются на рынке, с целью продажи своего пакета акций через 4-6 лет с высокой доходностью. Участие их в управлении ограниченно. Оно осуществляется на уровне совета директоров и собрания акционеров и сводится к отслеживанию принятия решений. Кроме приобретения акций существуют также и другие схемы венчурного финансирования, сочетающие акционерный, ссудный и предпринимательский капитал.

Объекты венчурного финансирования - это небольшие инновационные фирмы с хорошим менеджментом (сложившимся коллективом), высоким потенциалом роста объемов продаж, отсутствием сильных конкурентов в данном сегменте рынка. В финансировании с участием венчурных инвесторов выделяют начальную и экспансионную стадии. Эти стадии разделяет момент окупаемости инвестиций - переход от отрицательных финансовых результатов к положительным, из зоны инвестиций в зону дезинвестиций.

На начальной стадии финансирования (Early Stage-Financing) объединяются собственные и привлеченные средства предпринимателя и средства венчурного фонда для организации тепличного и стартового финансирования исследований и разработок новых изделий и запуска производства.

Фаза тепличного финансирования (Seed-Financing) включает этапы оценки идеи проекта, связанной с удовлетворением спроса на определенные товары (продукты или услуги), маркетинговых исследований и сопоставлений потребностей рынка с производственными возможностями. Это период зарождения венчура. После создания прототипов новшества и разработки бизнес-плана, который проходит жесткую экспертизу, начинается поддержка компании венчурным инвестором. Затраты на экспертизу бизнес-планов для венчурного фонда являются невозвратными, так как положительное решение о стартовом финансировании получают лишь несколько процентов от всех заявок.

Фаза стартового финансирования (Start-up-Financing) включает этапы создания компании (как правило, закрытого акционерного общества), разработки продукта и подготовки средств производства, детализации рыночной концепции товара. В рамках этой фазы анализируются реальные пути воплощения идеи проекта:

- что производить (какие продукты и услуги);

- как, когда (в какие сроки, каким способом);

- где, кто и какую работу должен выполнять;

- почему это целесообразно (кому это нужно, для кого предназначены результаты деятельности).

После удачного стартового финансирования начинается производство. Первая фаза производства охватывает запуск производства с помощью средств предпринимателя и венчурных инвесторов, выход на рынок и налаживание устойчивой системы сбыта. Размер прибыли зависит от выбранной стратегии ценообразования и характеризуется в этот период нарастанием темпов роста.

На стадии экспансии (Expansion-Stage-Financing), которая охватывает вторую, третью и четвертую фазы производства до начала спада подразумевается дальнейшее долевое финансирование и кредитное. Если развитие осуществляется успешно, то готовится выход компании на открытый рынок ценных бумаг. В противном случае необходим другой путь, например слияние с другой, крупной компанией. Эмиссия акций означает наступление этапа зрелости. После насыщения рынка, стабилизации объемов продаж и замедления темпов роста прибыли на третьей фазе производства следует, как правило, выход из бизнеса венчурных инвесторов - продажа принадлежащего им пакета акций. Выручка от продажи акций намного превышает затраты венчурных инвесторов в период учреждения организации, их вклады в развитие и на дополнительную эмиссию акций.

**3.3 Облигационные займы**

Для повышения эффективности производства в условиях развитой экономики особое значение имеет способность предприятий гибко использовать рыночные инструменты и механизмы в процессе финансирования своей хозяйственной деятельности.

В условиях совершенного рынка, равных ставок налогообложения различных финансовых инструментов и отсутствия регулирующих мер любая структура финансирования предприятия не должна оказывать заметного влияния на результаты его деятельности и рентабельность. Однако в реальных рыночных условиях предприятия часто сталкиваются с различными рисками, что обуславливает наличие определенной иерархии форм и источников финансирования.

На практике не только крупные, но и мелкие и средние предприятия прибегают к различным источникам внешнего инвестирования, в том числе к банковским кредитам, заимствованию средств на финансовых рынках, использованию рисковых капиталов и т.д. Выбор источников финансирования зависит от многочисленных факторов, среди которых – размер предприятия, природа его рынков, отрасль и сфера деятельности, технологические особенности, специфика выпускаемой продукции, характер государственного регулирования и налогообложения бизнеса, связи с рынками и др.

Как показывает зарубежный опыт, важное место в структуре внешних источников финансирования корпораций занимают эмиссии ценных бумаг и, прежде всего, акций и облигаций. В современных развитых странах облигационная масса корпораций составляет, как правило, от 10—15 до 60—65% общих объемов эмиссий ценных корпоративных бумаг, что свидетельствует о важной роли облигаций как альтернативного источника инвестиций.

Большие надежды возлагаются на рынок корпоративных облигаций и в России как на перспективный источник дополнительных инвестиционных ресурсов для реального сектора экономики. До недавнего времени этот рынок развивался крайне вяло, носил депрессивный и узконаправленный характер.

Вместе с этим сегодня появились благоприятные предпосылки для изменения сложившейся ситуации в лучшую сторону. Как будет показано далее, при условии проведения необходимых мероприятий в целях ускоренного развития в России рынка корпоративных облигаций станет возможным производительное использование его инвестиционного потенциала.

Исторически появление облигаций на мировой финансовой сцене, а именно – в XVI в. во Франции – было вызвано тем, что ортодоксальная церковь жестоко преследовала ростовщиков. Остроумный способ избежать преследований был найден в выпуске облигаций, что позволяло трактовать действия кредитора (заимодавца) не как ростовщическую операцию (дачу денег в рост), а как покупку потока доходов.

Прежде всего, облигация является ценной бумагой, удостоверяющей отношения займа между ее владельцем (кредитором или инвестором) и лицом, выпустившим ее (заемщиком или эмитентом). Главное ее достоинство состоит в том, что она является наиболее действенным и эффективным инструментом, позволяющим, не перераспределяя собственность, аккумулировать средства инвесторов и обеспечить предприятиям доступ на рынок капиталов.

В этом своем качестве облигация удостоверяет:

факт предоставления владельцем ценной бумаги денежных средств эмитенту (корпорации);

обязательство эмитента вернуть держателю облигации по истечении оговоренного срока сумму, которую эмитент получил при выпуске данной бумаги (т.е. вернуть сумму основного долга);

обязательство эмитента выплачивать держателю облигации фиксированный доход в виде процента от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Облигации отличаются завидным многообразием. В частности, они различаются по статусу заемщика (эмитента); по срокам, на которые выпускаются займы; по целям выпуска; по способам выплаты доходов и/или погашения и другим критериям.

При этом облигации корпораций являются наиболее подверженным инновациям видом ценных бумаг. Всплески инфляции и опасность обесценения денег существенно видоизменили рынок облигаций, и классический тип этой бумаги как долгового свидетельства, выпущенного на заранее определенный срок под фиксированный процент, в значительной мере отошел в прошлое. Благодаря целому ряду новшеств облигация стала намного более удобным финансовым инструментом. В целом, все развитие облигационного рынка в послевоенные десятилетия можно охарактеризовать как обретение гибкости, причем свобода маневра увеличилась как для эмитентов облигаций, так и для инвесторов.

Эмиссия облигаций – удобный способ мобилизации капитальных фондов, содержащий ряд привлекательных черт для корпораций.

Основными преимуществами облигационного займа как инструмента привлечения инвестиций с точки зрения предприятия-эмитента являются:

возможность мобилизации значительных объемов денежных средств и финансирования крупномасштабных инвестиционных проектов и программ на экономически выгодных для предприятия условиях без угрозы вмешательства инвесторов (владельцев облигаций) в управление его текущей финансово-хозяйственной деятельностью;

возможность маневрирования при определении характеристик выпуска: все параметры облигационного займа (объем эмиссии, процентная ставка, сроки, условия обращения и погашения и т.д.) определяются эмитентом самостоятельно с учетом характера осуществляемого за счет привлекаемых средств инвестиционного проекта;

возможность аккумулирования денежных средств частных инвесторов (населения), привлечения финансовых ресурсов юридических лиц на достаточно длительный срок (продолжительнее срока кредитов, предоставляемых коммерческими банками) и на более выгодных условиях с учетом реальной экономической обстановки и состояния финансового рынка;

обеспечение оптимального сочетания уровня доходности для инвесторов, с одной стороны, и уровня затрат предприятия-эмитента на подготовку и обслуживание облигационного займа, с другой стороны;

оптимизация взаиморасчетов, структуры дебиторской и кредиторской задолженности предприятия-эмитента.

В то же время облигация – весьма жесткое долговое обязательство: осуществляя эмиссию облигаций, эмитент несет определенные риски, и всегда существует вероятность того, что облигационный займ не будет успешным, т.е. сам факт эмиссии облигаций еще не гарантирует их размещения на разработанных эмитентом условиях.

В связи с этим, рассматривая финансовые возможности облигаций, следует учитывать противоречивый характер интересов эмитента и инвесторов. Поэтому при организации облигационных займов, в процессе конструирования ценных бумаг важно уметь найти «золотую середину», обеспечить баланс этих интересов на основе комплексного анализа преимуществ и недостатков данного финансового инструмента.

Исследование зарубежного опыта позволяет выделить несколько важнейших особенностей функционирования рынка корпоративных облигаций3:

корпоративные облигации, как правило, обеспечивают привлечение капитала на длительный период: это долгосрочные займы, размещаемые на рынке ценных бумаг, однако в последние десятилетия наметилась тенденция к сокращению сроков их обращения (с 25—30 лет до 5—10 лет), что связано, с одной стороны, с ускорением внедрения новейших научно-технических разработок, приводящим к быстрому старению основных фондов, широкому использованию механизмов ускоренной амортизации и т.д., а, с другой стороны, со стремлением инвесторов вкладывать свои средства в ценные бумаги с более короткими сроками погашения и уменьшить тем самым инвестиционные риски;

портфель выпускаемых корпорациями облигаций неоднороден: различия в выборе характеристик выпускаемых облигаций обусловлены такими факторами, как отраслевая специфика, связи корпораций с рынком ценных бумаг и кредитной системой, деловой престиж, финансовое положение;

в процессе обращения корпоративных облигаций на рынке приоритетное внимание уделяется вопросам оценки их качества и надежности: более высокое качество облигации означает более низкий процент выплат по ней и, соответственно, более выгодные для эмитента условия привлечения инвестиций;

для корпоративных облигаций характерна большая устойчивость по сравнению с другими ценными бумагами: курс облигаций, как правило, не снижается при ухудшении конъюнктуры, он становится даже более привлекательным для инвесторов по сравнению с акциями и ценными государственными бумагами;

значительную часть держателей (владельцев) корпоративных облигаций составляют, как правило, мелкие инвесторы и население: высокая доля индивидуальных участников на рынке ценных бумаг является характерной чертой для стран с развитой рыночной экономикой и отражает современные тенденции к переходу денежных средств из своих традиционных форм (сбережения, наличность, банковские депозиты и т.п.) в форму ценных бумаг и превращению все большей массы капитала в ценные бумаги, доступные самому широкому кругу инвесторов.

Таким образом, облигационные займы являются перспективным инструментом мобилизации свободных средств инвесторов в интересах развития предприятия – эмитента и, в конечном итоге, всей экономики в целом. Несомненно, многое из мирового опыта может пригодиться и в России.

Учитывая ограниченность инвестиционных ресурсов в современных условиях России, выход из создавшейся ситуации видится, прежде всего, в ускоренном развитии рынка корпоративных облигационных займов, которое позволило бы параллельно решить сразу несколько важных задач:

привлечь дополнительные инвестиционные ресурсы в реальный сектор экономики, наиболее полно задействовав свободные денежные средства и сбережения населения;

повысить инвестиционную привлекательность акций промышленных предприятий, способствуя тем самым развитию соответствующего сегмента рынка ценных бумаг;

обеспечить профессиональным участникам рынка ценных бумаг дополнительные возможности для осуществления ими своей профессиональной деятельности за счет появления новых финансовых инструментов.

Российская действительность, условия экономики переходного периода, безусловно, наложили известный отпечаток на процессы использования финансовых инструментов рынка ценных бумаг в целях привлечения инвестиций, в том числе посредством выпуска корпоративных облигаций.

В настоящее время на российском рынке ценных бумаг корпоративные облигации занимают более чем скромное место. Это относится как к объемам выпуска в целом, так и к доле облигаций, обращающихся на рынке. Так, в 1998 г. акционерными обществами было зарегистрировано 19 848 выпусков акций и всего 93 выпуска облигаций.

Анализ количественных показателей, качественных характеристик и общих тенденций рынка ценных бумаг показывает, что активность российских компаний – эмитентов в выпуске облигационных займов до последнего времени оставалась необыкновенно низкой. Подобное состояние дел на рынке корпоративных облигаций в нашей стране обусловлено наличием ряда серьезных проблем, тормозивших процесс его развития и реализации инвестиционного потенциала.

Прежде всего, в качестве одной из ключевых проблем, сдерживавших до недавнего времени развитие рынка корпоративных облигаций в России, следует назвать нерациональный порядок налогообложения операций.

Как известно, в российской практике бухгалтерского учета выплачиваемые эмитентами проценты по облигациям не относятся к составу затрат, включаемых в себестоимость, и выплачиваются из чистой прибыли, что резко снижает эффективность займа. Необходимо подчеркнуть, что такой порядок не соответствует международным стандартам бухгалтерского учета, согласно которым проценты по облигациям и кредитам должны удерживаться из прибыли до налогообложения.

Только с выходом Постановления Правительства РФ от 26 июня 1999 г. № 6965 стало возможным отнесение процентов по облигациям, выплачиваемых эмитентами, на себестоимость. Однако такой порядок действует только в отношении облигаций, обращение которых осуществляется через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, имеющих лицензию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Это обстоятельство существенно ограничивает круг возможных эмитентов: при невозможности и/или нецелесообразности выведения облигаций для обращения через организаторов торговли эффективность эмиссии облигаций по-прежнему будет невысокой.

Еще один аспект нерациональности налогообложения корпоративных облигаций связан с существованием налога на операции с ценными бумагами, который уплачивается эмитентами при государственной регистрации выпусков ценных бумаг в размере 0,8% от их номинальной стоимости, причем независимо от срока обращения облигаций. Данное обстоятельство вынуждает эмитентов выпускать облигации на длительный срок (год и более), что в условиях нестабильности существенно ограничивает их привлекательность для инвесторов. В случае выпуска облигаций с короткими сроками обращения уплата налога на операции с ценными бумагами автоматически приводит к ощутимому увеличению стоимости привлекаемых денежных ресурсов (например, для эмитента трехмесячных облигаций уплата указанного налога увеличивает фактическую стоимость заимствований не на 0,8%, а на 3,2% годовых).

Другим сдерживающим развитие облигационного рынка в России фактором выступает то, что облигации, удостоверяя отношения займа, являются более «строгими и обязательными» бумагами. Тяжелое финансовое состояние и неудовлетворительная структура капитала большинства российских предприятий в случае эмиссии ими долговых обязательств (облигаций) может привести к дальнейшему ухудшению их финансовых показателей.

Еще одна проблема состоит в том, что в отношении облигаций установлен ряд законодательных требований, также в известной степени ограничивающих их выпуск. Так, в соответствии с Гражданским кодексом РФ и Федеральным законом «Об акционерных обществах»6 при выпуске облигаций эмитентом в обязательном порядке должны быть соблюдены следующие формальные условия:

номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для целей выпуска;

выпуск облигаций допускается после полной оплаты уставного капитала;

выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества;

общество также не вправе размещать облигации, конвертируемые в акции общества, если количество объявленных акций общества меньше количества акций, право на приобретение, которых предоставляют облигации.

Некоторыми специалистами в области рынка ценных бумаг предлагается внести изменения в Гражданский кодекс РФ и Закон «Об акционерных обществах», снимающие эти «искусственные препятствия для осуществления эмиссии корпоративных облигаций»7 , однако предлагаемая ими аргументация явно недостаточна. На начальных этапах развития рынка корпоративных облигаций представляется более логичным и даже совершенно необходимым в интересах защиты прав инвесторов (в том числе населения) существование предусмотренных действующим законодательством РФ ограничений в части сроков и объемов эмиссии.

Наконец, вплоть до самого последнего времени в России сохранялись крайне неблагоприятные макроэкономические условия для организации облигационных займов, имелось большое количество объективных сдерживающих причин, обусловленных самой спецификой развития российской экономики. Среди них – высокая инфляция и стоимость заемных средств, безудержная эксплуатация долговых рынков со стороны государства в лице Министерства финансов РФ, непредсказуемость (нестабильность) экономической и политической ситуации в стране.

Впрочем, наличие большого числа сдерживающих факторов отнюдь не означает, что у рынка корпоративных облигаций в нашей стране нет будущего: отечественные предприятия сегодня испытывают огромную потребность в инвестициях, и облигации могут стать одним из наиболее действенных инструментов привлечения средств инвесторов.

По мере постепенной стабилизации экономической обстановки в стране и дальнейшего развития рынка ценных бумаг имеющийся зарубежный и российский опыт использования корпоративных облигационных займов в качестве альтернативного источника финансирования реального сектора экономики, несомненно, будет востребован и получит широкое распространение в нашей стране.

В подтверждение этого достаточно указать на факт, что во второй половине 1999 года несколько крупнейших российских компаний уже осуществили размещение за «живые» деньги своих облигаций. Так, ОАО «Газпром», ОАО «Тюменская нефтяная компания», ОАО «Нефтяная компания «ЛУКОЙЛ», РАО «ЕЭС России», АК «Алмазы России – Саха» эмитировали облигации на общую сумму около 9 млрд. рублей8. Это позволяет утверждать, что сегодня открывается новая страница в истории развития российского рынка корпоративных облигаций. Поэтому нужно сделать все, чтобы поддержать эти полезные начинания, тогда в перспективе положительному примеру могут последовать и другие российские компании, заинтересованные в привлечении инвестиций.

Руководителям и менеджерам российских предприятий, испытывающих потребность в инвестициях, уже сейчас необходимо вести работу как минимум в трех направлениях:

изучение западного классического опыта и определение границ возможного его применения с учетом российской действительности;

изучение и анализ инвестиционных возможностей российского рынка ценных бумаг применительно к данной разновидности ценных бумаг;

поиск готовых или разработка новых инвестиционных проектов, для реализации которых будет целесообразна организация корпоративных облигационных займов.

Таким образом, облигационные займы могут стать одним из наиболее эффективных инструментов привлечения, аккумуляции средств как для реализации средне- и долгосрочных программ, так и для решения текущих проблем реального сектора. В стабильной экономической ситуации корпоративные облигации могут быть привлекательны для частных инвесторов (населения) как реальная альтернатива наличной иностранной валюте, для коммерческих банков и профессиональных участников рынка ценных бумаг – как удобный вариант размещения рублевых ресурсов, для иностранных инвесторов – как способ осуществления портфельных инвестиций в российские предприятия.

В условиях, когда многие хозяйствующие субъекты вынуждены искать новые варианты привлечения средств инвесторов, корпоративные облигации могут стать эффективным инструментом финансирования отечественных предприятий. В этом случае корпоративные облигационные займы, несомненно, сыграют важную роль в активизации инвестиционного процесса и обеспечении промышленного подъема России.

**3.4 Лизинг**

Инвестиционные проекты, где рассматривается альтернатива приобретения оборудования на условиях лизинга, требуют особого подхода при определении ключевых показателей эффективности. Такие проекты отличаются спецификой оценки: прямой расчет показателей эффективности тут не очень применим.

1) Классически срок окупаемости рассчитывается с учетом произведенных инвестиционных затрат, которые складываются из капитальных затрат и прироста оборотного капитала. Затраты при лизинге оборудования - лизинговые платежи - являются текущими затратами. Поэтому величина капитальных затрат незначительна или равна нулю на начальных этапах реализации проекта. В этом случае расчет, например, срока окупаемости инвестиций по классической методике будет не в полной мере корректен. В ряде проектов, он может быть очень мал.

2) Чистый поток денежных средств в классическом варианте для расчёта показателей эффективности проекта определяется как сумма денежных потоков проекта, без учета источников финансирования - собственных и заемных.

Для оценки эффективности инвестиционных проектов с финансированием через механизм лизинга можно воспользоваться "условным" показателем - "совокупный дисконтированный денежный поток". Данный показатель будет рассчитан с учетом лизинговых платежей в оттоке денежных средств. При этом необходимо учесть сокращение налоговых отчислений, которое возникает при использовании, как схемы лизинга, так и кредитной схемы финансирования, прочие ключевые моменты:

при лизинге существует возможность применять к предмету лизинга ускоренную амортизацию с коэффициентом ускорения до 3, это может существенно сказаться на выплатах по налогу на прибыль и на имущество

дополнительные затраты - монтаж, доставка, страхование имущества при лизинге может быть учтено в платежах по договору лизинга, в случае кредита это надо как-то финансировать, например из собственных средств.

3) Необходимо проводить сравнение вариантов в одном временном периоде. Выбор горизонта рассмотрения является определяющим. Это дает базу для сравнения альтернатив реализации проекта. Например, что нам выгоднее - покупать оборудование за счет собственных/заемных средств или брать оборудование в лизинг.

Некоторые особенности:

Значительное количество лизинговых сделок строится на основании кредитов, при этом лизинговая компания добавляет свою маржу, что вызывает некоторое сомнение об эффективности лизинга по сравнению с тем же самым кредитом.

Срок договора лизинга, довольно часто, совпадает со сроком полной амортизации оборудования, кредит сложнее получить на длительный период. Заключить договор лизинга обычно проще, чем кредитный договор, так как требования по обеспечению выплат платежей, ниже, чем по кредиту.

Можно договорится с лизинговой компанией о более удобном формировании графика, для обеспечения более выгодных условий возмещения стоимости оборудования и выплаты процентов.

**3.5 Бюджетное финансирование**

Бюджетное финансирование - предоставленное в безвозвратном порядке денежное обеспечение из государственного или местного бюджета на расходы, связанные с осуществлением государственных заказов, выполнением государственных программ, содержанием государственных организаций.

Бюджетное финансирование осуществляется в форме бюджетных ассигнований по определенному назначению для достижения общегосударственных целей или для покрытия расходов отраслей, предприятий, организаций, находящихся на полном либо частичном государственном денежном обеспечении.

**Заключение**

Применение любых, даже самых изощренных, методов не обеспечит полной предсказуемости конечного результата, основной целью является сопоставление предложенных к рассмотрению инвестиционных проектов на основе унифицированного подхода с использованием по возможности объективных и перепроверяемых показателей и составление относительно более эффективного и относительно менее рискованного инвестиционного портфеля.

Для этого целесообразно применять в первую очередь динамические методы, основанные преимущественно на дисконтировании образующихся в ходе реализации проекта денежных потоков. Применение дисконтирования позволяет отразить основополагающий принцип "завтрашние деньги дешевле сегодняшних" и учесть тем самым возможность альтернативных вложений по ставке дисконта. Общая схема всех динамических методов оценки эффективности в принципе одинакова и основывается на прогнозировании положительных и отрицательных денежных потоков (грубо говоря, расходов и доходов, связанных с реализацией проекта) на плановый период и сопоставлении полученного сальдо денежных потоков, дисконтированного по соответствующей ставке, с инвестиционными затратами. А мероприятия по оценке риска инвестирования и применение методов учета неопределенности в финансовых расчетах, позволяющие уменьшить влияние неверных прогнозов на конечный результат и тем самым увеличить вероятность правильного решения, могут существенно повысить обоснованность и корректность результатов анализа.

Анализ развития и распространения динамических методов определения эффективности инвестиций доказывает необходимость и возможность их применения для оценки инвестиционных проектов. В высокоразвитых индустриальных странах чуть больше 30 лет назад отношение к этим методам оценки эффективности было примерно таким же, как в наше время в России: в 1964 г. в США только 16% обследованных предприятий применяли при инвестиционном анализе динамические методы расчетов. К середине 80-х годов эта доля поднялась до 86%. В странах Центральной Европы (ФРГ, Австрия, Швейцария) в 1989 г. более 88% опрошенных предприятий применяли для оценки эффективности инвестиций динамические методы расчетов. При этом следует учесть, что во всех случаях исследовались промышленные предприятия, которые зачастую проводят инвестиции вследствие технической необходимости. Тем более важен динамический анализ инвестиционных проектов в деятельности финансового института, ориентированного на получение прибыли и имеющего многочисленные возможности альтернативного вложения средств.

В реальной ситуации проблема выбора проектов может быть весьма непростой. Не случайно многочисленные исследования и обобщения практики принятия решений в области инвестиционной политики на Западе показали, что подавляющее большинство компаний, во-первых, рассчитывает несколько критериев и, во-вторых, использует полученные количественные оценки не как руководство к действию, а как информацию к размышлению. Поэтому следует подчеркнуть, что методы количественных оценок не должны быть самоцелью, равно как их сложность не может быть гарантом безусловной правильности решений, принятых с их помощью.

**Список используемой литературы**

1. В.В.Ковалева, В.В.Иванова «Инвестиции»: Учебник. - М.: Просвет, 2005
2. В.Н.Чапек «Инвестиционная привлекательность экономики России». - Ростов-на-Дону: «Феникс», 2006
3. Н.В.Игошин «Инвестиции»: Учебник.- М.:.Юнити, 2000
4. О.М.Лякишева «Менеджмент на железнодорожном транспорте». - М.: УМК МПС России, 2002
5. Б.З.Гвоздев «Финансовый менеджмент»: Пособие для подготовки к экзамену. - М.: «ИКФ «Экмос», 2003
6. Е.С.Стоянова «Финансовый менеджмент»: Учебник.- М.: «Перспектива», 1999

1. См. Русинов Ф,, Минаев К Система отбора и оценки инновационных проектов. - Консультант директора. 1996.-№23. [↑](#footnote-ref-1)