

## **Инвестиционный процесс и эффективность капвложений - две стороны одной медали**

### **Почему это важно?**

Инвестиции... Инвестиционный анализ... Инвестиционный процесс... Мы так часто слышим сейчас эти термины, что порой не задумываемся о том, что они используются для обозначения схожих, но не идентичных явлений и процессов. Классическое определение термина "инвестиции" приводится в одноименной книге Шарпа и др.: "Инвестиция - это отказ от определенной ценности в настоящий момент за некоторую (возможно неопределенную) ценность в будущем". (У.Ф.Шарп, Г.Дж.Александр, Дж.В.Бейли. Инвестиции: Пер.с англ. - М. Инфра-М 1998г.). Реальные инвестиции подразумевают вложения средств в какой либо вид материальных активов (земля, недвижимость, оборудование), финансовые инвестиции - это вложения в финансовые активы, прежде всего в ценные бумаги. Эти формы инвестиций являются в современной экономике взаимодополняющими, поскольку часто реальные инвестиции одних фигурантов рынка капитала становятся возможными за счет осуществления финансовых инвестиций другими участниками рынка.

Предметом настоящей статьи является один из видов реальных инвестиций, а именно **капитальные инвестиции** или **капитальные вложения**.

Капвложения - это долгосрочное рискованное вложение средств в реальные активы (прежде всего - в основные фонды) действующего экономического субъекта, сделанные в надежде получить в будущем некоторые экономические выгоды. Мы не случайно употребили в данном определении термин "действующий экономический субъект", т. к. капвложения могут осуществляться не только предприятиями, но и отдельными гражданами, и государством в целом. Что же при этом следует рассматривать в качестве "основных фондов"? Для человека - это прежде всего его здоровье, характеризующее способность вести активную экономическую деятельность, уровень образования и профессиональной подготовки. Понятно, что если не осуществлять периодических "капитальных вложений" в указанные "основные фонды", то экономическая ценность (отдача) от данного субъекта уменьшится, в результате чего цена, которую он может получить на рынке труда, упадет. Т.е. в данном случае действует непреложный экономический закон - "отсутствие компенсации морального и физического износа основных фондов влечет за собой снижение эффективности производства". Для государства (экономики в целом) ярким примером "основных фондов" является наука. Финансирование ее по остаточному принципу в России в последние годы привело к утрате нашей страной передовых позиций на рынке прогрессивных технологий, что в свою очередь влечет за собой массу негативных последствий. Здесь уместно также отметить, что согласно современной экономической теории **качество инвестиций на макроэкономическом уровне является залогом успешного развития национальной экономики**.

Очевидно, что успешное функционирование экономического субъекта предполагает периодическое осуществление капитальных вложений. В условиях ограниченности ресурсов актуальным становится вопрос об их наиболее рациональном использовании, т. е. о выборе наилучшего из многочисленных вариантов инвестирования. В этом, собственно говоря, и состоит инвестиционный процесс на предприятиях реального сектора экономики - постоянном поиске наилучшего варианта использования средств, предназначенных для инвестиций. Однако при этом подчеркнем, что инвестиционный процесс отнюдь не сводится к анализу предложенных инвестиционных проектов и выбору наиболее эффективных из них,

хотя этот этап и является важной его частью. Этот процесс включает в себя не только поиск, но и генерацию новых идей и проектов, их реализацию и послеинвестиционный контроль.

### **Сущность и составляющие инвестиционного процесса.**

Одним из важных различий между финансовыми и реальными инвестициями является то, что теория инвестиций в финансовые активы развита существенно полнее, чем теория инвестиций в активы реальные. Это и понятно - в первом случае в качестве объектов инвестиций выступают стандартизированные инструменты (ценные бумаги), поддающиеся формализованному описанию, а во втором - реальные инвестиционные проекты, каждый из которых обладает индивидуальными особенностями и реализуется в конкретной экономической структуре, характеризующейся своими уникальными параметрами. Строго говоря, теория инвестиций в реальные активы сводится к оценке различными методами эффективности вложений в тот или иной проект и к определению методики выбора наилучших вариантов инвестиций. Безусловно, это очень важный, но не единственный элемент инвестиционного процесса.

В самом общем виде можно выделить **пять составляющих** (или пять стадий) **инвестиционного процесса**:

- стадия определения возможностей - генерация идей, на которых основываются инвестиционные проекты;
- стадия сбора информации, формулировки проектов и первичного отбора;
- стадия принятия решения - проведение инвестиционного анализа и выбор между альтернативными возможностями;
- стадия реализации - осуществление проекта;
- стадия постинвестиционного контроля.

Реализуется инвестиционный процесс не изолированно, а в конкретных условиях внешней среды и внутренней структуры компании, которые в свою очередь оказывают влияние на все элементы инвестиционного процесса. Об этом речь пойдет несколько позже, а пока отметим, что постановка регулярной деятельности по поиску, оценке и реализации инвестиционных идей (проектов) является одним из важнейших конкурентных преимуществ компании, осуществляющей такую деятельность. Если этот процесс будет постоянным, то такой компании обеспечено хорошее положение в будущем, постоянный рост ее стоимости (максимизация благосостояния владельцев), что отвечает стратегическим целям любой компании. Поэтому даже в условиях (а, может быть, именно в условиях) постоянного дефицита инвестиционных ресурсов высшим руководителям российских предприятий необходимо осознать важность внедрения инвестиционного процесса в полном объеме и на постоянной основе в структуру руководимых ими компаний.

*Case study.* Например, руководство АО "Новолипецкий металлургический комбинат", анализируя постановку инвестиционной деятельности на своем предприятии, определило ряд негативных факторов, препятствующих ее успешному осуществлению:

- чисто функциональный тип организации управления инвестиционными проектами, недостаточная координация и нечеткая ответственность за общие итоги реализации проектов;
- отсутствие единого порядка продвижения проектов по стадиям инвестиционного цикла;
- решения по проектам принимаются в большинстве случаев без достаточной предварительной проработки;
- современные способы анализа эффективности используются при попытках получения внешних инвестиций и не рассматриваются как инструмент анализа и планирования всех без исключения инвестиционных проектов предприятия;

- нет четкой системы учета расходования инвестиционных ресурсов, детального учета "последствий" реализации инвестиционного проекта, что затрудняет анализ и оценку его после реализации;
- совокупность всех проектов предприятия не анализируется и не оптимизируется как некое целое.

На основании проведенного анализа были сформулированы основные направления деятельности по улучшению организации инвестиционного процесса на предприятии. Сложившуюся систему управления проектами предполагалось перестроить коренным образом, так, чтобы она на деле обеспечивала оптимальную организацию управления инвестиционными проектами и расходования ресурсов для достижения бизнес-целей предприятия. При этом были определены следующие приоритетные направления деятельности:

- составление детального списка функций (действий) по управлению проектами предприятия;
- четкое распределение функций между структурными подразделениями, выделение структурного подразделения, ответственного за планирование, анализ, координацию и контроль всех инвестиционных проектов;
- наделение структурных подразделений полномочиями, необходимыми для выполнения порученных функций;
- разработка и утверждение порядка продвижения проектов по стадиям инвестиционного цикла, содержания информации, необходимой на каждом этапе для принятия решения;
- определение порядка контроля, его периодичности и содержания контрольной информации;
- разработка организационных основ управления проектом на предприятии: порядок назначения, обязанности и полномочия руководителя рабочей группы проекта.

Подобный подход к организации инвестиционного процесса на предприятии внес, без сомнения, свой весомый вклад в то, что сегодня АО "Новолипецкий металлургический комбинат" является одним из лучших в отрасли, в том числе и по уровню технической оснащенности современным оборудованием и технологиями.

Разумная организация инвестиционного процесса на предприятии способствует и процессу привлечения инвестиций компанией. В качестве примера удачного внедрения подобной практики можно привести российскую компанию "Вымпелком" (оператор сотовой сети "Би-лайн"), первой среди российских компаний привлечшей инвестиции с американского фондового рынка путем первичного размещения там своих депозитарных расписок. Практически с момента основания бухгалтерская отчетность в компании помимо российских стандартов составлялась в стандартах GAAP, а деятельность по поиску, отбору и реализации инвестиционных проектов рассматривалась руководством компании как одно из наиболее приоритетных направлений. Все это повышало привлекательность компании в глазах инвесторов и способствовало успешному проведению подписной компании на акции при размещении ADR.

Вновь обращаясь к организации инвестиционного процесса на предприятии, охарактеризуем очень кратко основные проблемы каждого его этапа. Начнем с **этапа генерации идей**. На каком иерархическом уровне организации возникают чаще всего идеи новых инвестиционных проектов? Должны ли существовать специализированные подразделения, призванные искать или создавать новые возможности для развития предприятия? Однозначных ответов на эти вопросы не существует, но, как правило, идеи о капитальных вложениях, связанных с улучшением действующих технологий, возникают на уровне среднего и высшего технического персонала, в то время как проекты, направленные

на достижение предприятием конкурентных преимуществ более высокого порядка, в том числе за счет расширения или изменения ассортимента, чаще всего возникают на уровне среднего и высшего управленческого персонала, для которого более характерен "стратегический" подход к деятельности предприятия. На данном этапе существенный вклад в формирование портфеля идей может внести подразделение, курирующее вопросы стратегического развития компании (если таковое существует). В любом случае важно не потерять на этом этапе ни одной идеи (не выплеснуть ребенка вместе с водой из корыта), ведь возможно именно она и обеспечит компании максимальное приращение ее стоимости! Для этого желательно создать в организации атмосферу, при которой ее сотрудники могли бы свободно выражать и развивать свои инвестиционные идеи. Этого можно добиться, разрешив выдвигать "сырые" идеи и оказывая содействие их авторам в дальнейшем исследовании и разработке проектов.

На **стадии сбора информации, формулировки проектов и первичного отбора** авторы идей, как правило, также нуждаются в поддержке, поскольку сбор и обработка информации, необходимые для окончательной формулировки проекта, требуют не только определенных средств, но и специфических навыков (например, знания методик маркетингового анализа для оценки перспектив рынка нового вида продукции). Эту помощь могут оказывать как соответствующие функциональные подразделения, так и подразделение, занимающееся вопросами стратегического планирования. На этой же стадии целесообразно осуществлять первичный отбор проектов согласно выработанной упрощенной системе критериев (например, предложение физически неосуществимо, абсолютно нерентабельно, не согласуется со стратегическими целями компании и т.д.).

На **стадии принятия решения** с проектом происходит ряд последовательных трансформаций. Оформляется официальное (формальное) инвестиционное предложение, для чего крайне полезной может быть разработанная в компании совокупность стандартных форм, всесторонне описывающих проект. Это предложение передается в соответствующую структуру, определяемую руководством компании, где осуществляется классификация проектов (замена существующих основных фондов, расширение производственных возможностей, освоение новых видов продукции, экологические и т.д.). После этого осуществляется анализ экономической эффективности проекта и сравнение показателей проекта с предварительно определенными критериями приемлемости для проектов различных типов. В случае соответствия указанным требованиям необходимо также осуществить согласование проектов с бюджетом предприятия (определить источники финансирования), после чего принимается решение об одобрении проекта (здесь обязательно определить полномочия руководителей на принятие решения в зависимости проекта). Наконец, на этой же стадии утверждается система мониторинга осуществления проекта.

Заметим, что, несмотря на то, что методы оценки эффективности инвестиций являются наиболее разработанным разделом теории реальных инвестиций, тем не менее, практика их применения связана с определенными сложностями. В первую очередь упомянем здесь о **корректном определении величины коэффициента дисконтирования** (требуемой нормы доходности), используемой при оценке эффективности инвестиций методом дисконтированных денежных потоков. Этот вопрос представляется нам настолько серьезным, что мы надеемся вернуться к нему в отдельной публикации. Очень важна также **оценка уровня риска** капитальных вложений. Так, например, проблемы с финансированием, возникшие у одного из наиболее продвинутых российских проектов "Сахалин-2", связаны с тем, что составители технико-экономического обоснования проекта рассчитывали, что цена на баррель нефти не будет ниже \$18 за баррель. Это позволило бы окупить инвестиции за шесть-семь лет. Граница рентабельности проекта находилась на уровне \$14 за баррель, а в действительности сейчас баррель российской нефти стоит дешевле \$10. Этим обстоятельством (выходом контрольного показателя за границы допустимого

интервала) и вызвано решение инвесторов заморозить инвестиции (на уровне примерно 10% от запланированных).

Третья стадия инвестиционного процесса завершается фактически составлением бюджета капитальных вложений компании и знаменует собой окончание подготовительного периода к осуществлению инвестиций. Собственно **стадия реализации проекта** требует решения ряда организационных проблем, сложность которых, как правило, возрастает с масштабом проекта. Реализация особо важных для компании проектов может повлечь за собой и определенные изменения в организационной структуре компании, заключающиеся в создании т. н. проектных групп (матричных структур), образованных с целью наиболее успешной реализации данного проекта (подробнее об этом рассказывается в нашей статье "Стратегическое планирование - цель или средство?", опубликованной в РЦБ № 19-20 за 1998 г.). Важным моментом на данной стадии является также мониторинг проекта, который заключается обычно в оценке ключевых индикаторов проекта, выраженных в натуральных показателях (процент введенных производственных мощностей, сроки реализации определенных этапов, соответствие фактических затрат плановым и т.д.). Отклонение от запланированных показателей сигнализирует о необходимости внесения корректив в ход реализации проекта, способствуя тем самым его успешному завершению.

**Стадия пост-инвестиционного контроля** (аудита) предполагает подведение итогов реализации проекта. Успешность реализации проекта должна оцениваться по тем же критериям, которые использовались для его отбора. Напомним, что на стадии принятия решения предполагалось проведение классификации проектов, анализ их экономической эффективности и сравнение показателей проектов с предварительно определенными критериями приемлемости для проектов различных типов. Поэтому пост-инвестиционный контроль для проекта, связанного, например, с освоением новых видов продукции, может осуществляться только после полного завершения первого производственного цикла и должен быть сосредоточен на анализе экономической эффективности проекта, обусловленной расширением ассортимента продукции. В то же время контроль для экологического проекта может осуществляться непосредственно после проведения планировавшегося технического перевооружения и должен отслеживать соответствие новых экологических параметров деятельности предприятия нормативным показателям.

Поскольку пост-инвестиционный аудит осуществляется после того, как проект прошел значительную часть своего жизненного цикла, он уже не может оказать существенного влияния на ход реализации данного проекта, а направлен скорее на улучшение качества будущих инвестиционных решений. Кроме того, существует еще одна очень важная функция пост-инвестиционного контроля, заключающаяся во влиянии, которое он оказывает на поведение инициаторов проекта. Авторы проекта, будучи уверены в том, что от них потребуются отчет о результатах реализации проекта, уделяют, как правило, большее внимание отбору и оценке инвестиционных предложений.

### **Инвестиционный процесс и внутренняя среда компании**

Таково в самых общих чертах содержание инвестиционного процесса, целью которого, как было отмечено ранее, является обеспечение максимальной эффективности использования ограниченных инвестиционных ресурсов. Однако мы уже говорили о том, что инвестиционный процесс не может рассматриваться изолированно ни от условий внешней среды, в которой функционирует компания, ни от внутренней среды самой компании. В связи с этим позволим себе остановиться на двух важных на наш взгляд проблемах.

Первая из них - это **взаимосвязь инвестиционного процесса и процесса стратегического планирования**. Одной из функций процесса стратегического планирования является определение целей развития компании и путей их достижения, т.е.

фактически поиск новых идей и решений, а также разработка проектов и формирование бюджета долгосрочных вложений одновременно осуществляются как бы "снизу" и "сверху". Важно при этом, чтобы инвестиционная деятельность компании была организована таким образом, чтобы указанные процессы были взаимодополняющими, а не взаимоисключающими, поскольку "менеджеры низших звеньев могут не заметить за деревьями леса, а высшие менеджеры могут иметь превратное представление о лесе, т.к. они не знают индивидуальных особенностей отдельных деревьев" (Р.Бейли, С.Майерс. "Принципы корпоративных финансов" Пер.с англ. М. "Олимпия-бизнес", 1997г.). В первую очередь речь здесь идет об унификации целевых функций управления компанией (например, максимизация стоимости компании), используемых ее различными подразделениями, а также разработке принципов нормирования<sup>1)</sup> и их увязки с методиками оценки эффективности инвестиционных проектов.

Вторая проблема - это **роль "человеческого фактора" в принятии инвестиционных решений**. Нарисованная выше картина инвестиционного процесса является до некоторой степени идеальной, поскольку не учитывает того, что любые инвестиционные решения принимаются конкретными людьми (менеджерами). При этом методы финансового анализа, используемые для оценки инвестиционных проектов, основаны на допущении, что цель деятельности менеджера - максимизировать стоимость компании (благополучие акционеров) в результате каждого инвестирования. Однако на практике каждый человек, принимающий инвестиционные решения, имеет и свои собственные цели, которые могут существенно отличаться от вышеозначенной (это и максимизация собственного вознаграждения, и укрепление своих позиций, и достижение определенного положения или власти). Таким образом, возникает проблема несопоставимости целей - то, что является лучшим выбором для отдельного сотрудника, не обязательно лучший выбор для всей компании, т.е.экономическая целесообразность не является единственной движущей силой инвестиционного процесса. Следовательно, одним из решающих факторов успешной реализации всего инвестиционного процесса становится разработка и внедрение принципов оценки деятельности менеджеров, которые бы поощряли поведение менеджеров, соответствующее экономическим целям организации. Система оценки деятельности менеджеров, ответственных за принятие инвестиционных решений, должна учитывать следующие факторы:

- долгосрочную природу инвестиционного процесса (система вознаграждений должна стимулировать менеджеров ориентироваться на долгосрочные горизонты);
- сложность оценки по принципу "максимизации стоимости компании" при помощи краткосрочных бухгалтерских показателей;
- участие многих членов компании в принятии и реализации инвестиционных решений;
- баланс между уровнем риска и доходностью при оценке капитальных вложений.

Возможно, что некоторым читателям покажется, что данная статья содержит больше вопросов, чем ответов на тему "инвестиционный процесс: закономерности, компоненты и влияющие на него факторы". Если это так, то мы вправе считать, что достигли поставленной этой публикацией цели, а именно нам удалось привлечь внимание аудитории на то, инвестиционный процесс - это сложный и многогранный процесс, в основе которого не только финансовые, маркетинговые и технические вопросы, но также и чисто социальные проблемы. Успешное решение комплекса указанных вопросов является залогом эффективного использования инвестиционных ресурсов компании, а значит и ее будущего благополучия.

<sup>1)</sup> под нормированием капитала (капиталовложений) понимается ограниченность финансовых ресурсов, которая вынуждает компанию выбирать между несколькими конкурирующими инвестиционными проектами. Нормирование капитала может

определяться как внешними объективными факторами (т.н. жесткое нормирование), так и внутренней политикой компании (мягкое нормирование)