Потылицын Дмитрий Александрович. Финансовые риски при реальном инвестировании (На примере инвестиционных проектов Алтайского края) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2001 153 c. РГБ ОД, 61:02-8/224-8

**Содержание к диссертации**

Введение

1. Реальные инвестиции как объект финансового регулирования 9

1.1. Экономическое содержание инвестиций и инвестиционной деятельности 9

1.2. Финансовое регулирование инвестиционной деятельности предприятий 25

1.3. Источники и методы финансирования реальных инвестиций 36

2. Классификация и методы оценки инвестиционных рисков 48

2.1. Экономическое содержание и классификация инвестиционных рисков 48

2.2. Методы оценки инвестиционных рисков 5 9

2.3. Учет инфляционного риска при реальном инвестировании 82

2.4. Учет риска налоговых изменений 91

3. Методы нейтрализации инвестиционных рисков 100

3.1. Анализ существующих методов снижения инвестиционных рисков 100

3.2. Диверсификация реальных инвестиций, как метод снижения инвестиционных рисков 107

3.3. Страхование и самострахование инвестиционных рисков 114

3.4. Финансовый леверидж, как категория управления инвестиционным риском 124

Заключение 131

Список литературы 135

Приложения 146

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования.

Долгосрочное инвестирование на данном этапе развития рыночных отношений должно стать едва ли не основным элементом национальной экономической политики, направленной на развитие промышленного производства. От создания благоприятных условий для потенциальных инвесторов, а так же промышленных предприятий и частных предпринимателей, являющихся потребителями инвестиционного капитала, во многом зависит общий уровень активности данного инвестиционного процесса.

Динамику долговременных капиталовложений определяют многие факторы. Принятие соответствующего налогового законодательства, политическая стабильность, невысокий уровень инфляции, экологическая безопасность, разумный протекционизм по отношению к отечественному производителю товаров и услуг можно отнести к основным показателям характеризующих инвестиционный климат в стране.

Наряду с этим, важнейшим фактором воздействующим на решение конкретного инвестора является уровень риска, связанный с вложением капитала в тот или иной инвестиционный проект. Поэтому проблемы идентификации факторов неопределенности, регулирования требуемой проектной рентабельности, количественной оценки и контроля уровня риска, остаются актуальными на каждом этапе подготовки и реализации управленческих инвестиционных решений.

Степень изученности и разработанности проблемы.

Теоретический и практический опыт анализа инвестиционных рисков зарубежных предприятий в достаточно подробном изложении представлен в трудах таких авторов, как Ю. Бригхем, Л. Гапенски, Дж. К. Шим, М. Фридмен, Л.Дж. Сэвидж, Ф. Найт, Г. Бирмен, С. Шмидт, М. Бромвич, У. Шарп и др. Среди отечественных ученых разработке данной проблемы посвятили свои труды В. В. Бочаров, А. Я. Лившиц, Л. Т. Гиляровская, В. В. Ковалев, И. Т. Балабанов и др. В

условиях становления рыночной экономики России эти исследования играют определяющую роль в формировании стратегического мышления руководителей организаций. Изучению же отдельных аспектов процесса разработки управленческих решений посвящены работы М. Г. Лапусты, Ю. Сплетухова Б. Сафронова, В. О. Мосличука. Интересные варианты решения проблем управления инвестиционным риском в своих работах предлагает В. П. Игнатенкова.

Следует отметить, что, несмотря на значительный объем исследований вопросов анализа инвестиционного риска зарубежными и отечественными авторами, проблема системности в разработке стратегических решений является до сих пор не решенной. Фрагментарно изучены вопросы методологии и методов оценки, нейтрализации уровня инвестиционного риска. Эти обстоятельства обусловили выбор темы диссертации, ее цель, задачи и основные направления исследования.

Цель и задачи диссертационного исследования.

Основная цель диссертационной работы- комплексное изучение риска инвестиционного проекта, его анализ на примере инвестиционных проектов Алтайского края, а также разработка моделей оценки и минимизации проектного риска и включения проекта в бюджет капиталовложений компании. Разработка рекомендаций по оценке и нейтрализации уровня инвестиционного риска.

Для достижения поставленной цели в ходе исследования была проведена работа по решению следующих задач:

- изучение сущности инвестиций как экономической категории;

- изучение сущности инвестиционного риска;

- исследование теоретических и методологических основ управления инвестиционным риском;

- разработка методических основ оценки уровня инвестиционного риска;

- разработка методических рекомендаций по нейтрализации инвестиционного риска;

- разработка основных этапов оценки инвестиционного риска и принятия решения по включению проекта в бюджет капиталовложений предприятия.

Объектом диссертационного исследования определены инвестиционные проекты Алтайского края. Инвестиционный риск как экономическая категория выступает в качестве предмета исследования.

Методология и методика диссертационного исследования.

Теоретическую и методологическую основу исследования составляют труды отечественных и зарубежных ученых в области инвестиций как в целом по стране, так и в приложении к региону. В качестве нормативной базы были использованы документы законодательных и исполнительных органов Российской федерации, Алтайского края.

При разработке темы применен системный подход, использован комплекс методов экономических исследований, а в частности, сравнительно-аналитический, монографический, расчетно-конструктивный, экономико-статистический, балансовый, экономико-математический.

Информационная база диссертационного исследования.

Информационной базой диссертации послужили данные Государственного комитета РФ по статистики, Краевого комитета статистики, Главного управления экономики и инвестиций администрации Алтайского края, Краевого государственного учреждения «Алтайское государственное учреждение инвестиций», данные отечественных статистических исследований, периодической печати, материалы научных статей, а также данные конкретных предприятий алтайского края.

Научная новизна работы.

Научная новизна проведенных исследований состоит в том, что выработан ряд теоретических, методических и практических положений по совершенствованию оценки и нейтрализации инвестиционного риска на микроэкономическом уровне. К наиболее существенным результатам характеризующим научную новизну, относятся следующие положения:

• определено место инвестиционного риска в инвестиционном процессе, сформулированы рекомендации по анализу и нейтрализации инвестиционного риска;

• на основе обобщения и систематизации отечественного и зарубежного

опыта управления рисками, предложена классификация и определение инвестиционного риска;

• разработан коэффициент и алгоритм его расчета, характеризующий уровень риска инвестиционного проекта;

• сформулирована и опробирована, на примере инвестиционных проектов Алтайского края, модель расчета уровня инвестиционного риска и принятия решения о включении инвестиционного проекта в бюджет капиталовложений предприятия; г

• обоснована необходимость учета финансового левериджа при оценке инвестиционного риска;

• выявлены особенности зависимости уровня риска предприятий Алтайского края от структуры портфеля инвестиционных проектов.

• обоснованы практические рекомендации по реальной оценке инвестиционного риска, в части применения способов оценки и нейтрализации инвестиционных рисков.

Практическая значимость работы состоит в том, что исследование доведено до уровня подготовки конкретных предложений и рекомендаций по оценки и нейтрализации инвестиционного риска проекта.

Разработанные методологические аспекты анализа и нейтрализации инвестиционного риска могут быть использованы предприятиями осуществляющими инвестиционную деятельность, органами административного управления региона при анализе инвестиционных проектов претендующих на получение кредитных средств под гарантии администрации края, в учебном процессе при подготовке студентов экономических специальностей и повышении квалификации специалистов.

Апробация работы и внедрение результатов исследования.

Выполненные в ходе исследования теоретические и методические разработки изложены на XXV и XXVI научных конференциях студентов, аспирантов и магистров Алтайского государственного университета (Барнаул 1998-1999 г.) на межрегиональной научно-практической конференции «Экономика. Рынок труда. Человек» (Барнаул 2000 г.), а также на конференции «Социально-экономическое развитие регионального научного, инвестиционного и промышленно-строительного комплекса» (Новосибирск 2000 г.).

Структура и объем работы.

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и 7 приложений. Работа изложена на 153 страницах, включает 21 таблицу и 19 рисунков.

Для написания работы использовано 157 источников нормативной и научной литературы.

Первая глава «Реальные инвестиции как объект финансового регулирования» посвящена теоретическому и методологическому исследованию экономического содержания инвестиций и инвестиционной деятельности предприятия, проблемам стратегического управления инвестиционным процессом на предприятии, способам финансового регулирования рынка реальных инвестиций, а так же анализу источников и методов финансирования последних.

Вторую главу диссертации «Классификация и методы оценки инвестиционного риска» составляет теоретическое и практическое исследование инвестиционного риска. В ходе данного исследования была произведена математическая оценка риска, проанализировано влияние риска отдельного проекта на уровень риска компании на основании чего составлен алгоритм оценки уровня инвестиционного риска, разработан коэффициент проектного риска, методика его расчета, а также рекомендации по учету инфляционной и налоговой составляющей инвестиционного риска.

В третьей главе «Методы нейтрализации инвестиционных рисков»

отражены основные способы нейтрализации инвестиционного риска. Проанализировано влияние масштаба диверсификации на уровень инвестиционного риска, зависимость последнего от структуры портфеля инвестиционных проектов. Отражена взаимосвязь финансового и инвестиционного риска в контексте структуры капитала компании.

## Экономическое содержание инвестиций и инвестиционной деятельности

Законом РСФСР от 26 июня 1991 г. «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» (с изменениями от 19 июня 1995 г. 25 февраля 1999 г.) инвестиции определяются как денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, лицензии, в том числе и на товарные знаки, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного социального эффекта.

Термин «инвестиции» происходит от латинского слова «invest», что означает вкладывать. В более широкой трактовке инвестиции выражают вложения капитала с целью последующего его увеличения. При этом прирост капитала должен быть достаточным, чтобы компенсировать инвестору отказ от использования собственных средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск и возместить потери от инфляции в будущем периоде.

Инвестиции выражают все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, которые вкладываются в объекты предпринимательской деятельности, в результате которой формируется прибыль (доход) или достигается социальный эффект [30; с.З].

Сфера, где происходит купля-продажа инвестиционных товаров по равновесным ценам, представляет собой рынок инвестиций [30; с.З].

Инвестициями, выступающими в форме инвестиционных товаров, являются:

-движимое и недвижимое имущество (здания и сооружения, машины и оборудование, транспортные средства, вычислительная техника и др.);

- денежные средства, целевые банковские вклады, акции, облигации и иные ценные бумаги;

-имущественные права, вытекающие из авторского права, лицензии, патенты, ноу-хау, программные продукты, опыт и другие интеллектуальные ценности. Ноу-хау - совокупность технических, технологических и иных знаний, оформленных в виде техдокументации, навыков и производственного опыта, необходимых для организации производства, но незапатентованных. Различают ноу-хау научно-технического, управленческого и финансового характера;

-права пользования землей, недрами и другими природными ресурсами, а также иные имущественные права [30; с.З].

Классифицировать инвестиции можно по различным признакам: по объектам вложения, по направленности действий, по форме собственности, по срокам окупаемости, по конечным целям инвестирования, по источникам финансирования и др.

По объектам вложения инвестиции делятся на:

-инвестиции в нефинансовые активы-вложения в отрасли экономики и виды экономической деятельности, обеспечивающие приращение реального капитала, т.е. увеличение средств производства, материально-вещественных ценностей. Причем к реальному капиталу, в данном случае относятся не только материально-вещественные, но и невещественные ценности, в том числе результаты НИОКР, информация, образование работников и др;

-финансовые инвестиции- вложения в финансовое имущество, приобретение долговых прав, акций и др. ценных бумаг с целью увеличения доли собственных средств в уставных капиталах других компаний.

## Экономическое содержание и классификация инвестиционных рисков

Многие инвестиционные решения приходится принимать в условиях некоторой неопределенности, когда необходимо выбрать направление действия из нескольких альтернатив, наступление ни одной из которых нельзя предсказать с уверенностью. Такие решения связаны с риском.

Впервые понятие риска в качестве функциональной характеристики предпринимательства было выдвинуто в XVII в. французским экономистом Р. Кантильоном. Он рассматривал предпринимателя (хозяйствующего субъекта) как фигуру, принимающую решения и удовлетворяющие свои интересы в условиях неопределенности. Развитие концепции риска- важнейшего элемента предпринимательской функции у Кантильона- прежде всего связано с исследованиями природы дохода, а именно предпринимательский доход или часть его в той или иной форме являются платой за риск и качественно отличаются от дохода на авансированный капитал и заработной платы.

В классической теории предпринимательского риска последний, отождествляется с математическим ожиданием потерь, которые могут произойти в результате выбранного решения. Риск здесь не что иное, как ущерб, который наносится осуществлением данного решения.

Однако такое одностороннее толкование сущности риска вызвало резкое возражение у части зарубежных экономистов, что повлекло за собой выработку иного понимания содержания риска.

В 30-ые годы нашего столетия экономисты А. Маршалл и А. Пигу разработали основы неоклассической теории производственного риска. Основы этой теории состоят в следующем: предприниматель, работающий в условиях неопределенности и прибыль которого- есть случайная премия при заключении сделки руководствуется двумя критериями:

-размерами ожидаемой прибыли;

-величиной ее возможных колебаний.

Поведение предпринимателя, согласно неоклассической теории риска, обусловлено концепцией предельной полезности. Это означает, что при наличии двух вариантов, например, капитальных вложений, дающих одинаковую ожидаемую прибыль, предприниматель выбирает вариант, в котором колебания ожидаемой прибыли меньше.

Дальнейшее развитие неоклассической теории риска продолжили в своих работах венгерские экономисты Т. Бачкаи, Д. Мессен и др. Сущность риска они видят в возможности отклонения от цели, ради достижения которой принималось решение.

Как отмечают Р. Хеберт и А. Линк, американские исследователи исторического развития предпринимательских концепций, место риска в теории предпринимательства - тема, по которой авторы, как в прошлом, так и в настоящем продемонстрировали мало склонности к согласию.

Действительно, анализ экономической литературы, посвященной проблеме риска, таких авторов как В. Абчук, А. Альгин, Ю. Куракина, П. Половинкин, Ю. Осипов, Б. Райзберг, Л. Гиляровская, С. Валдайцев, показывает, что среди исследователей нет единого мнения относительно определения риска как экономической категории.

В. Абчук и А. Альгин определяют риск как деятельность или действие по снятию неопределенности [83;с.55].

Л. Гиляровская трактует риск как неопределенность, ассоциируемая с будущими денежными потоками. Л. Растригин и Б. Райзберг определяют риск как "ущерб, возможные потери", придерживаясь тем самым классической теории предпринимательского риска [83;с.55].

Хотя последствия риска чаще всего проявляются в виде финансовых потерь или невозможности получения ожидаемой прибыли, тем не менее, риск- это не только нежелательные результаты принятых решений. При определенных вариантах реализации проектов существует не только опасность, не достичь намеченного результата, но и вероятность превысить ожидаемую прибыль. В этом и заключается инвестиционный риск, который характеризуется сочетанием возможности достижения как нежелательных, так и особо благоприятных отклонений от запланированных результатов.

## Анализ существующих методов снижения инвестиционных рисков

Действия по снижению риска, как правило, ведутся инвестором в трех направлениях:

-избежание появления возможных рисков;

-снижение воздействия риска на результаты инвестиционной деятельности;

-компенсация рисков с помощью рисковых премий.

Решение об отказе от риска может быть принято как на предварительной стадии, то есть на стадии принятия решения, так и позднее, путем отказа от какого-то вида деятельности, в котором инвестор уже принимает участие, если риск оказался выше предполагаемого. Большинство решений об избежании риска принимается на стадии принятия решения, так как отказ от деятельности, в которой фирма принимает участие, влечет значительные финансовые и иные потери для фирмы, а часто затруднителен в связи с контрактными обязательствами.

Тем не менее, подобная практика довольно широко распространена. Например «Woolworth» ликвидировала в США все свои 336 магазинов торгующих по сниженным ценам. Эти магазины работали в убыток и постепенно продавая их фирма избавилась от целого отделения. Другой пример «General Motors» продала несколько своих предприятий, выпускающих детали для автомобилей. Эти предприятия были проданы компаниям, не входящим в отраслевой профсоюз, что давало им возможность производить детали пользуясь дешевой рабочей силой. GM в результате получила более дешевые детали для своих автомобилей [26; с.521].

Данное направление снижения риска является наиболее простым и радикальным. Оно позволяет полностью избежать возможных потерь и неопределенности, но, с другой стороны, не позволяет получить тот объем прибыли, который связан с инвестиционной деятельностью. При использовании этого направления следует учитывать следующие моменты:

-часто встречаются ситуации, в которых невозможно избежать всех рисков;

-кроме того, избежание одного вида риска может привести к возникновению других, например, отказ от риска, связанного с авиаперевозками грузов, ставит перед инвестиционной фирмой проблему перевозок авто- или железнодорожным транспортом;

-возможный объем прибыли от занятия определенной деятельностью может значительно превышать возможные потери в случае наступления рисковой ситуации, связанной с данным видом деятельности.

"Упраздняя" риск, инвестор лишает себя возможности получения дополнительной прибыли, связанной с риском, так как рисковая ситуация - это, с одной стороны, источник возможных потерь, но с другой- источник дополнительной прибыли.

Очевидно, что не всех рисков можно избежать, большую часть из них инвестору приходится принимать, при этом некоторые риски принимаются потому, что они неизбежны, а другие потому, что несут в себе потенциал возможной прибыли.

Обычно данные риски поддаются оценке, поэтому они могут быть минимизированы другими способами, отличными от "метода принятия риска" (чаще всего - страхованием). Принятие риска может быть двух видов: запланированное и незапланированное. В первом случае инвестору известна частота возможных потерь и эти потери покрываются из текущего дохода, если в целом они невелики. В данном случае речь идет о самостраховании, то есть создании фирмой специального резервного фонда (фонда риска) за счет отчисления из прибыли на случай возникновения непредвиденной ситуации. Самострахование целесообразно в том случае, когда стоимость страхуемого имущества относительно невелика по сравнению с имущественными и финансовыми критериями всего бизнеса. Действительно, крупному инвестору нецелесообразно через страховую компанию страховать от случайной порчи недорогое оборудование. Самострахование имеет также смысл, когда вероятность убытков чрезвычайно мала.

За рубежом при определении требуемого уровня страховых резервных фондов компания исходит из средневзвешенной величины различных компонентов: ресурсов, текущих активов, основного капитала. Одни компании формируют страховые фонды в размере 1% от стоимости активов, другие -1-5% от объема продаж, третьи - 3 - 5% от годового фонда выплат акционерам. Следует, однако, иметь в виду, что страховой резервный фонд не вовлекается в оборот и является мертвым капиталом, не приносящим прибыли; естественно, инвестор стремится к уменьшению размеров такого фонда. В то же время инвестор, полагаясь на самострахование, увеличивает свою подверженность риску. Найти оптимальный уровень резервных фондов достаточно сложно для инвестора, так как ему приходится выбирать между желанием снизить издержки по выплатам страховых премий и стремлением уменьшить риск возможных финансовых потерь. Ежегодно в зависимости от статистики убытков в прошлые периоды и размера ожидаемых будущих потерь, а так же от ситуации на страховом рынке уровень страховых резервов должен пересматриваться.

Еще один способ минимизации инвестиционного риска- это сокращение потерь путем разделения (сегрегации) и объединения (комбинации) рисков.