Комзолов Алексей Алексеевич. Теория и методология инвестиционного анализа : диссертация... д-ра экон. наук : 08.00.12, 08.00.10 Москва, 2006 413 с. РГБ ОД, 71:07-8/477

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ЗНАЧЕНИЕ И РОЛЬ ИНВЕСТИЦИЙ В ФИНАНСОВО-ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНИЗАЦИЙ 25

1.1 Сущность и виды инвестиций и их анализа 25

1.2 Состояние и развитие инвестиционного процесса 36

1.3 Место и роль инвестиционного анализа в системе управления 40

2. РАЗВИТИЕ КОНЦЕПЦИЙ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА 53

2.1 Методология инвестиционного анализа 53

2.2 Инвестиционные риски, методы их оценки 69

2.3 Система внутреннего контроля инвестиций 93

3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА 101

3.1 Методы инвестиционного анализа 101

3.2 Системный анализ инвестиций 123

3.3 Ситуационный анализ инвестиций 148

4. ДИНАМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИЙ 162

4.1 Анализ инвестиционных процессов в России 162

4.2 Стратегический анализ инвестиций 185

4.3 Анализ налогообложения инвестиций 210

5. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА И КОНТРОЛЯ 249

5.1 Информация инвестиционного анализа, формируемая

в бухгалтерском учете и отчетности 249

5.2 Инвестиционная информация финансовых рынков 266

5.3 Информационное обеспечение и организация контроля инвестиций 275

Заключение 293

Список литературы 299

Приложение. Модель анализа доходности нефтегазового инвестиционного проекта с учетом степени эффективности отношений собственности 339

**Введение к работе**

*Актуальность темы диссертации.*Перед Россией стоит множество сложных экономических, социальных и политических задач, большинство из которых решить в долгосрочной перспективе можно только опираясь на устойчивый экономический рост. Обеспечить устойчивость экономического роста невозможно без осуществления вложений в развитие и модернизацию производства. Наличие таких инвестиционных вложений, предполагающих отказ от текущего потребления ресурсов в пользу их увеличения в будущем, является существенным фактором развития как отдельной организации, так и экономики страны в целом.

Организации, рассматривая перспективу инвестиций, сравнивают возможные будущие выгоды с сегодняшними затратами, используя методы инвестиционного анализа. Будущие доходы рассматриваются как с точки зрения их возможной величины, так и уверенности в их поступлении. Это делает актуальным и совершенствование методов анализа доходности, и совершенствование методов анализа риска инвестиций. На доходность инвестиций существенное влияние оказывает также экономическая среда, в которой осуществляются инвестиции, что делает актуальным исследование среды принятия инвестиционных решений.

В российской экономике имеются существенные инвестиционные проблемы. Одна из таких проблем - недостаточный уровень накоплений в валовом внутреннем продукте: по разным оценкам от 18% до 20% от ВВП в период 2001 -2005 годов, что в 1,5-2 раза ниже, чем в большинстве экономически развитых стран. Низкий относительный уровень валовых накоплений свидетельствует либо

о нежелании хозяйствующих субъектов осуществлять инвестиции, либо о существовании препятствий для осуществления инвестиций.

Еще одна особенность российской экономики - высокий уровень собственных средств организаций в инвестициях. В период 2001 - 2005 годов он составлял по различным оценкам от 45% до 70%. Доля собственных средств организаций в инвестициях в экономически развитых станах не превышает 25% -30%. При этом следует отметить существенную необходимость в осуществлении инвестиций в обновление отечественной промышленности. В период 2001 - 2005 годов средний срок службы промышленного оборудования составлял 21 год, что в 3 раза выше, чем в большинстве развитых стран. Следует также отметить, что банковские кредиты в источниках обновления основных средств российских организаций составляют только 10%, тогда как в развитых странах этот показатель составляет от 40% в США до 65% в Японии. Это свидетельствует о наличии в российской экономике особенностей, затрудняющих привлечение организациями заемных средств для осуществления инвестиций.

Другая особенность российской экономики - это большие объемы вывоза капитала за рубеж. В 2005 году, по оценкам Правительства РФ, вывоз капитала из России составил рекордную сумму - 77 млрд. долларов США, что более, чем вдвое превышает уровень 2004 года. Следует также отметить, незначительный, по сравнению с потенциалом, уровень иностранных инвестиций. Накопленные прямые иностранные инвестиции с 1990 по 2005 год оцениваются в 100 млрд. долларов США, что в более, чем в два раза меньше, чем золотовалютные резервы Российской Федерации на конец 2005 года. Это свидетельствует о наличии в российской экономике условий, с одной стороны, способствующих вывозу

капитала за рубеж, а с другой - препятствующих иностранным инвестициям в российскую экономику.

Таким образом, российская экономика характеризуется следующими особенностями инвестиционного 'процесса: низким уровнем накопления собственных ресурсов организациями и гражданами, недостаточными темпами обновления промышленного оборудования, низким уровнем привлечения заемного капитала хозяйствующими субъектами, большими объемами вывоза капитала, незначительным уровнем прямых иностранных инвестиций. Важными научными и практическими задачами, в этой связи, являются: выявление причин возникновения этих проблем, а также выяснение степени применимости, необходимости и возможности адаптации методов инвестиционного анализа к использованию в условиях действия названных факторов.

В экономике страны инвестиции выполняют несколько функций. Прежде всего, инвестиции являются финансовой базой развития организации. Они. необходимы для создания новых производств, осуществления модернизации и перепрофилирования существующих. Кроме того, формализация инвестиционного проекта, проведение инвестиционного анализа является основой для привлечения источников финансирования. Такое привлечение финансовых ресурсов, в свою очередь, может служить катализатором процессов интеграции и консолидации капитала.

Кроме наличия препятствий осуществления инвестиционного процесса, ряд особенностей имеет характер осуществления инвестиционного процесса в российской экономике. Так, по официальным данным Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации в газовой промышленности

(где доминирует естественный монополист "ГАЗПРОМ") в 2003 году произошло увеличение добычи газа на 4%, цен на газ на 23%, с одновременным, более, чем в два раза, снижением суммы прибыли, и почти в 2,3 раза - рентабельности. Это свидетельствует о том, что прибыль отражается не как финансовый результат осуществления инвестиций, а как источник инвестиций. Такая последовательность:1 прибыль - , инвестиции в корне отличается от последовательности: инвестиции - прибыль, для которой были созданы методы инвестиционного анализа, что делает актуальными исследования по возможности применимости существующих методов инвестиционного анализа в экономических условиях России.

Формирование социально ориентированной рыночной экономики требует эффективного функционирования не только ориентированных на получение прибыли коммерческих организаций, но и организаций некоммерческих, для которых получение прибыли не является основной целью деятельности. Особое место в системе таких некоммерческих организаций занимают организации потребительской кооперации, занимающиеся на селе и коммерческой, и некоммерческой деятельностью. Для успешного осуществления этих функций необходимы инвестиции. Однако использование существующих методов анализа эффективности инвестиций в организациях потребительской кооперации невозможно, в силу того, что они разработаны для коммерческих организаций. Это делает актуальными. исследования по созданию методов анализа эффективности инвестиционных вложений в организациях потребительской кооперации.

Существенными особенностями нашей страны являются глубина и динамичность проходящих в ней социально-экономических изменений. Такие

изменения привели к возникновению1 специфики взаимоотношений руководителей и собственников организации. Во всех странах мира время от времени возникают проблемы во взаимоотношениях такого рода. Однако проявляются они по-разному. Так в экономически развитых странах основным проявлением недобросовестного, по отношению к собственнику, поведения высшего руководства организации является сокрытие убытков в зависимых структурах. Тогда как в российской экономике основным проявлением недобросовестного поведения является сокрытие прибыли в зависимых структурах. Это кардинально отличающиеся модели поведения. Поскольку собственники организаций являются инвесторами, актуальными становятся исследования по выявлению причин различий в поведении руководителей организаций и влиянию этих различий на осуществление инвестиционного анализа.

Особенностью проведения экономического анализа в условиях российской экономики являются не всегда адекватные экономической действительности результаты анализа. Так неудачей закончилась попытка введения критериев банкротства организации на основании значений показателей финансового анализа, разработанных в экономически развитых странах. Применение существующих методов инвестиционного анализа в условиях российской экономики так же, как правило, дает большую ошибку результатов, чем их применение в экономически развитых странах. Йсе это делает актуальными исследования по выявлению причин ограниченной работоспособности методов анализа и адаптации методов инвестиционного анализа к российским условиям.

Обоснованные и достоверные результаты исследований в этой области можно получить только на основе использования методов оценки методов анализа

инвестиций. Что делает необходимым создание такого комплекса методов оценки методов анализа инвестиций, т.е. формирование методологии инвестиционного анализа.

Российская экономика имеет особенности осуществления инвестиционного процесса, особенности организационного поведения руководителей организации, а также примеры неработоспособности существующих методов финансового и инвестиционного анализа. В этих условиях правильное и осознанное принятие эффективных инвестиционных решений руководителями всех уровней (подразделений, организаций, отраслей, страны в целом), исследование и моделирование процесса принятия инвестиционных решений, разработка рекомендаций невозможны без рассмотрения вопросов, имеющих большое теоретическое и практическое значение. Центральным вопросом является формирование методологии инвестиционного анализа на основе комплексного применения системного, ситуационного и динамических подходов, с учетом особенностей экономики и сложившегося общественного экономического мышления.

Отечественная учетно-аналитическая школа складывалась, в основном, в

**>**

условиях социалистической плановой экономики (т.е. в условиях, отличающихся от современных российских), в этой связи возникает проблема определения степени адекватности ее методических подходов реалиям современной российской экономики.

Методические подходы, изложенные в работах зарубежных авторов, были выработаны в условиях длительного доминирования рыночных принципов функционирования экономики (т.е. в условиях отличающихся от российских), что

делает актуальным определение работоспособности этих подходов в российской экономике.

Таким образом, **научную проблему исследований**создает несоответствие экономических условий, в которых были сформированы существующие методы инвестиционного анализа (условия социалистической плановой экономики или условия длительного доминирования рыночных принципов функционирования экономики), экономическим условиям их применения в современной России. Разрешение выявленной научной проблемы возможно только на основе формирования методологии инвестиционного анализа. Действенность сформированной методологии инвестиционного анализа была апробирована на двух контрастных (по применяемым методам инвестиционного анализа) отраслях: нефтегазовой промышленности (носящей выраженный инвестиционных характер) и системе потребительской кооперации (неинвестиционной отрасли, состоящей из некоммерческих организаций).

Актуальность рассматриваемых в диссертации вопросов обусловлена ролью инвестиций в экономике страны, процессом становления в нашей стране новых условий хозяйствования и заключается в важности и своевременности рассмотрения процесса анализа и принятия инвестиционных решений на основе современных критериев, выработанных в мире, учитывая специфику экономической ситуации в России. '

*Степень разработанности проблемы.*В процессе исследований по формированию методологии инвестиционного анализа использовались труды ученых отечественной учетно-аналитической школы, рассматривающих различные методологические аспекты экономического анализа: М.И. Баканова, СБ.

Барнгольц, В.В. Бердникова, Л.В. Донцовой, О.В. Ефимовой, Т.П. Карповой, А.Б. Крутик, М.И. Кутера, М.В. Мельник, Н.Н. Миллера, Е.В. Негашева, В.Я. Соколова, Я.В. Соколова, М.М. Хайкина, А.Д. Шеремета и др. В последние годы Россия все больше интегрируется в мировую экономику, что делает необходимым использование работ ведущих западных ученых, исследовавших методологические проблемы экономического анализа: X. Андерсона, СБ. Барнеса, Л.А. Бернстайна, Г. Бирмана, Э. Бриттона, К. Ватерстона, Д. Колдуэлла, Б. Нидлза, Р.Н. Холта, С. Шмидта и др.

В процессе совершенствования методов анализа доходности и риска инвестиций использовались труды отечественных ученых, изучавших методы анализа инвестиций: С.Я. Бабаскина, П.Л. Виленского, И.М. Волкова, П.Г. Грабового, М.В. Грачева, А.Б Идрисова, В.В. Ковалева, В.Н. Лифщица, В.Г. Медведева, Я.С. Мелкумова, А.С. Миллермана, Ю.С. Новикова, С.Н. Петровой, СИ. Полтавцева, В.Б. Сироткина, Е.С Стояновой, В.В. Шахова др. В ходе исследований использовались труды' зарубежных авторов, изучавших различные методы инвестиционного анализа: И.А. Бланка, Ю. Бригхема, Л. Гапенски, К. Друри, Б. Райана, Дж. Сигел, У. Шарпа, Дж. К. Шима и др. При изложении методов анализа инвестиционных рисков работы как отечественных, так и зарубежных авторов можно разделить на две группы. Первая группа - работы (например, У. Шарпа), в которых доминирует "технический" подход, ряд авторов прямо называет областью своей работы "финансовый инжиниринг". Другая группа - работы (например, И.А. Бланка), в которых доминирует экономический подход. Таким образом, возникает проблема двойственности методов анализа риска.

В ходе исследований среды принятия инвестиционных решений

**12 ,**

использовались труды отечественных ученых, изучавших различные аспекты инвестиционной среды, ' в том числе проблемы бухгалтерского учета и налогообложения: А.С. Бакаева, П.С. Безруких, И.А. Белобжецкого, М.А. Бахрушиной, О.В. Голосова, М.А. Ивановой, В.Б. Ивашкевича, З.В. Кирьяновой, Н.П. Кондракова, А.Д. Ларионова, С.А. Николаевой, А.Ш. Маргулиса, П.П. Новиченко, В.Д. Новодворского, Л.П. Павловой, В.Ф. Палия, В.И. Петровой, И.А. Слабинской, С.Г. Хозяевой, Д.Г. Черник, СВ. Шебек, Л.З. Шнейдмана и др., другие аспекты инвестиционной среды: О.В Аксеновой, С.Ю.Бахарева, В.И. Воропаева, А.Г. Грязноврй, И.П. Павлова, А.Е. Когут, М.Ф. Овсийчук, Н.И. Олейникова, Л.Б. Сидельниковой, Д.В. Шопенко и др. Использовались труды зарубежных авторов, исследовавших различные факторы инвестиционной среды: М.Ф. Ван Бреда, М Миллера, Ф. Модильяни, Д. Миддлтона, Д. Норкотта, Дж. Рис, Ж. Ришара, Э.С. Хендриксена, Р. Энтони и др.

*Целью исследований*является развитие1 теории и методологии инвестиционного анализа и методов отбора для финансирования приоритетных инвестиционных проектов, обеспечивающих реализацию стратегии развития субъектов хозяйствования при минимизации риска и достижении заданной эффективности.

Для достижения этой цели выделены следующие подцели с постановкой и решением соответствующих задач.

*Подцель 1*- формирование методологии инвестиционного анализа. Для достижения этой подцели были поставлены и решены следующие задачи:

- исследовать сущность инвестиций как экономической категории;

- определить место и роль анализа инвестиций в системе принятия

стратегических решений субъектом хозяйствования;

- сформировать методологию инвестиционного анализа.

*Подцель 2 -*совершенствование методов анализа риска инвестиций на основе сформированной методологии инвестиционного анализа. Для достижения этой подцели были поставлены и решены следующие задачи:

- изучить методические аспекты оценки рисков инвестиций;

- уточнить двойственный характер методов анализа рисков проектных  
инвестиций и ввести дополнительные критерии их оценки;

- разработать методику анализа риска инвестиционных проектов,  
учитывающую ценность проекта для инвестора.

*Подцель 3*- исследование среды принятия инвестиционных решений и совершенствование методов анализа доходности инвестиций на основе сформированной методологии инвестиционного анализа. Для достижения этой подцели были поставлены и решены следующие задачи:

исследовать и выработать методические подходы к анализу инвестиционных процессов в России; і

исследовать действующие методики финансового и управленческого учета инвестиций и выявить их место в формировании информационной базы анализа и контроля инвестиционных процессов;'

исследовать существующие методы анализа эффективности инвестиций;

- предложить области применения существующих критериев анализа  
эффективности инвестиционных проектов.

*Подцель 4 -*создание, модификация и адаптация методов инвестиционного анализа к применению в условиях экономики России с учетом специфики отрасли

на основе сформированной методологии инвестиционного анализа. Для достижения этой подцели были поставлены и решены следующие задачи:

- сформировать принципы создания новых моделей для формирования  
портфеля инвестиционных проектов;

- предложить методику анализа эффективности проекта разработки  
техногенного месторождения нефти;

- сформировать принципы моделирования распределения нефтегазовой ренты;

- создать модель инвестиционного анализа нефтегазового проекта,  
позволяющую исследовать распределение нефтегазовой ренты и режимы  
налогообложения;

проанализировать возможность и целесообразность применения основных принципов налогообложения нефтегазовой промышленности в условиях современной России;

изучить особенности анализа инвестиций, осуществляемых организациями потребительской кооперации;

предложить подходы к анализу инвестиционных вложений организаций потребительской кооперации;

создать методику анализа финансовых результатов социально значимой деятельности организаций потребительской кооперации.

*Предмет и объект исследований.*Предметом исследования являются теории инвестиционного анализа, учитывающие особенности управления инвестиционными проектами в условиях рыночной экономики. Объектом исследования являются: инвестиционная деятельность организаций различных организационно-правовых форм и видов деятельности, в частности, организаций

нефтегазовой промышленности и, потребительской кооперации; финансовые потоки и кругообороты капитала, возникающие в инвестиционной деятельности.

*Методология и методика исследования.*Учитывая особенности осуществления инвестиционного процесса в российских экономических условиях, для корректного использования методов инвестиционного анализа необходимо развитие методологических аспектов инвестиционного анализа. Рассмотрение инвестиционного проекта как экономической системы требует проведения системного анализа инвестиций. Совершенствование методов инвестиционного анализа должно, с одной стороны, учитывать особенности принятия инвестиционных решений в российских экономических условиях, а с другой -специфику отраслей экономики, в которых эти методы предполагается применять, что требует проведения ситуационного анализа инвестиций. С целью повышения эффективности инвестиции необходимо проведение анализа всех стадий инвестиционной деятельности, что предопределяет проведение динамического анализа инвестиций.

Важной составляющей инвестиционного анализа является анализ среды принятия инвестиционных решений. При этом любое инвестиционное решение должно рассматриваться в контексте общей стратегии организации, что предопределяет проведение стратегического анализа инвестиций. Важным фактором эффективности инвестиций является действующий режим налогообложения. Принятие инвестиционных решений невозможно без использования релевантной учетной и неучетной информации, что потребовало исследований в области информационного обеспечения инвестиционного анализа.

При формировании методологии инвестиционного анализа использованы

базовые понятия: теории финансов, теории налогообложения, теории принятия предпринимательских решений, теории выбора решения в условиях риска, теории образования прибыли и ренты. Авторская трактовка методологии анализа инвестиций основана на комплексном применении системного, ситуационного и динамического подходов в инвестиционном анализе; концепций: "затрат-выгод", "альтернативной стоимости", "соотнесения доходности и риска", "учета целей управления", учете особенностей рассматриваемых отраслей и современной российской экономики в целом.

Исследование среды принятия инвестиционных решений основывалось на наблюдении, характеристике учетных и статистических данных, экономико-математических методах, методике проведения вычислительного эксперимента. В процессе исследований в области совершенствования методов инвестиционного анализа применялись: общенаучные методы анализа и синтеза, абстрактно-логический, статистико-экономический, балансовый метод, экономико-математические методы (графические, функционального анализа, методы линейного программирования и теории вероятности). Существенной особенностью проведенных исследований по развитию теории инвестиционного анализа являлся учет специфики принятия инвестиционных решений в условиях современной России, где эти решения принимают лица, чье экономическое мышление было сформировано в иных экономических условиях.

*Область исследований.*Работа выполнена в рамках специальностей: 08.00.12 "Бухгалтерский учет, статистика" (область исследований 1 "Бухгалтерский учет и экономический анализ", пункт 1.12 "Инвестиционный, финансовый и управленческий анализ"); 08.00.10 "Финансы, денежное обращение и кредит"

(часть 1 "Финансы": раздел 1 "Теория и методология финансов" пункт 1.3 "Финансовый механизм воспроизводства, обращения и перемещения (вывоза) капитала", раздел 2 "Государственные финансы" пункт 2.9 "Концептуальные основы, приоритеты налоговой политики и основные направления реформирования российской налоговой системы", раздел 3 "Финансы предприятий и организаций" пункт 3.14 "Финансовый менеджмент в управлении финансовыми потоками и оборотами"), паспорта специальностей ВАК (экономические науки).

*Научная новизна исследования*заключается в решении научной проблемы формирования методологии инвестиционного анализа, позволяющей реализовать стратегию развития субъекта хозяйствования при минимизации риска и достижении заданной эффективности, что обеспечивается сочетанием системного, ситуационного, динамического подходов и учетом особенностей организационного поведения субъектов собственности и управления.

Применение сформированной методологии инвестиционного анализа позволило получить существенные научные результаты в развитии теории инвестиционного анализа, научная новизна которых заключается в следующем:

- уточнена двойственная природа методов анализа инвестиционных  
проектных рисков, заключающаяся в преобладании в практике проектного анализа  
методов оценки технических рисков, что может приводить к необоснованному  
повышению экономических затрат;

- доказана ограниченная применимость основных показателей анализа риска,  
предусмотренных действующими методическими рекомендациями по оценке  
инвестиционных проектов, в связи с двойственной природой методов анализа  
инвестиционных проектных рисков; ,

обоснована целесообразность применения индекса риска, уровня риска и доказана способность этих показателей преодолевать двойственность методов анализа инвестиционных проектных рисков;

разработана методика анализа риска, учитывающая масштаб проекта, являющаяся аналогом методики учета степени диверсификации портфеля ценных бумаг, отличие предложенной методики заключается в переносе методов управления риском в портфеле финансовых инструментов на анализ единичного инвестиционного проекта;

получены результаты анализа инвестиционных процессов, являющиеся развитием теорий финансового механизма воспроизводства капитала применительно к экономическим условиям современной России, характеризующимся особенностями организационного поведения участников бизнес-процессов, обусловленными глубиной и динамичностью перемен, происходящих в российской экономике, и неспособностью сознания лиц, принимающих решения, в полной мере успевать за изменениями, происходящими в экономике, и ее правовом регулировании;

сформулированы принципы определения областей применимости критериев инвестиционного анализа при формировании портфеля инвестиционных проектов, отличающиеся выявлением и учетом разницы интересов юридических и физических лиц, участвующих в реализации проекта;

- разработана модель формирования портфеля инвестиционных нефтегазовых проектов, являющаяся модификацией существующей модели с учетом особенностей получения лицензий на разработку месторождений в момент образования нефтегазовых компаний России;

- предложен метод анализа эффективности инвестиций в разработку  
техногенного нефтяного месторождения, являющийся модификацией метода  
анализа безубыточности, в котором под точкой безубыточности понимается не  
объем реализации (как в классическом анализе безубыточности), а процент  
извлечения керосина из линз;

сформулированы принципы моделирования, распределения нефтегазовой ренты, учитывающие специфику экономики нефтегазовой отрасли России, альтернативные традиционному пониманию сущности механизма распределения нефтегазовой ренты (предполагающему понимание ренты, как части прибыли);

разработана модель анализа доходности нефтегазового инвестиционного проекта с учетом степени эффективности отношений собственности, отличие модели заключается в возможности количественно оценить степень влияния на эффективность инвестиционного проекта социальных факторов;

обоснована применимость принципов налогообложения мировой нефтегазовой промышленности в экономических условиях современной России, заключающихся в особенностях экономического мышления лиц, принимающих инвестиционные решения. Доказана нецелесообразность использования в России ряда налогов и режимов налогообложения нефтегазовой промышленности, широко применяемых в мире, таких, как режим соглашения о разделе продукции, или рентный налог, и других. Показана целесообразность использования в России скользящей ставки роялти и других наиболее адекватных ее экономическим условиям налогов и режимов налогообложения нефтегазовой промышленности;

- обосновано применение методов стратегического анализа инвестиций,  
базирующихся на концепции общих стратегий М. Портера, как наиболее

адекватных организациям потребительской кооперации. Ранее методы стратегического анализа, базирующиеся на позиционировании организаций потребительской кооперации, как некоммерческих организаций, не применялись;

- на основе применения концепций методологии инвестиционного анализа разработана методика анализа финансовых результатов социально значимой деятельности организаций потребительской кооперации, позволяющая количественно оценивать выгоды приносимые обществу некоммерческой деятельностью организаций потребительской кооперации. Отличие созданной методики финансового анализа социально значимой деятельности организаций потребительской кооперации заключается в применении концепции «альтернативной стоимости».

*Теоретическая значимость*научных результатов по развитию теории инвестиционного анализа: сформированной методологии инвестиционного анализа; проведенного анализа инвестиционных процессов; сформулированных принципов анализа нефтегазовой ренты; разработанной модели анализа доходности нефтегазового инвестиционного проекта с учетом степени эффективности отношений собственности; обоснованной применимости принципов налоговых систем мировой нефтегазовой промышленности в условиях современной России; уточненной двойственной природы методов анализа инвестиционных проектных рисков; обоснованной целесообразности применения индекса риска и уровня риска, заключается в обосновании возможности, целесообразности и необходимости учета особенностей экономического мышления и организационного поведения лиц, принимающих решения при осуществлении инвестиционного анализа.

Значение для экономической науки следующих результатов исследований: предложенного метода анализа эффективности инвестиций в разработку техногенного нефтяного месторождения; обоснований применимости методов стратегического учета и анализа; созданной методики финансового анализа социально значимой деятельности в организациях потребительской кооперации; разработанной методики анализа риска, учитывающей масштаб проекта, заключается в обосновании возможности и целесообразности переноса методов инвестиционного анализа, разработанных для одних инвестиционных объектов, на другие объекты инвестиций.

Значимость для развития теории инвестиционного анализа следующих научных результатов: обоснований применимости критериев инвестиционного анализа при формировании портфеля инвестиционных проектов; разработанной модели формирования портфеля . инвестиционных нефтегазовых проектов; предложенного метода анализа эффективности инвестиций в разработку техногенного нефтяного месторождения, заключается в обосновании целесообразности модификации существующих методов и моделей на основе учета особенностей сложившейся ситуации проведения инвестиционного анализа.

*Практическая значимость*исследований по формированию методологии инвестиционного анализа заключается в обоснованной возможности и целесообразности использования предлагаемых методологических принципов в качестве инструмента исследования существующих и создания новых методов инвестиционного анализа.

В области совершенствования методов анализа риска инвестиций практическую ценность имеют:

- уточнение двойственной природы методов анализа инвестиционных  
проектных рисков;

обоснование целесообразности применения индекса риска и уровня риска;

методика анализа риска, учитывающая масштаб проекта.

Для совершенствования методов анализа среды принятия инвестиционных решений и методов анализ доходности инвестиций практическое значение имеют:

полученные результаты анализа инвестиционных процессов;

определенные области применимости критериев инвестиционного анализа при формировании портфеля инвестиционных проектов;

разработанная модель формирования портфеля инвестиционных нефтегазовых проектов;

предложенный метод анализа эффективности инвестиций в разработку техногенного нефтяного месторождения;

сформулированные принципы моделирования распределения нефтегазовой ренты;

разработанная модель анализа доходности нефтегазового инвестиционного проекта с учетом степени эффективности отношений собственности;

исследования по применимости принципов налоговых систем мировой нефтегазовой промышленности в экономических условиях современной России;

- обоснование применения методов стратегического учета и анализа,  
базирующихся на концепции общих стратегий М. Портера, как наиболее  
адекватных организациям потребительской кооперации;

- созданной методики финансового анализа социально значимой деятельности  
организаций потребительской кооперации.

*Апробация, внедрение и публикации:*результаты исследований были  
отражены в докладах на 23 научных конференциях и более чем на 20 научных и  
методических семинарах, проходивших в населенных пунктах: Абердин  
(Великобритания), Бежецк, Борисоглебский, Борок, Вологда, Вичуга, Гдов,  
Елабуга, Иваново, Ижевск, Казань, Кириллов, Москва, Мытищи, Надым, Нижний  
Новгород, Новгород, Пермь, Псков, Саранск, Сонково, Спирово, Струги-Красные,  
Тверь, Уварово, Черняховск, Шуя, Ярославль. '.

Результаты исследований были отражены в авторских лекционных курсах: инвестиционный анализ, инвестиции, налоги и налогообложение, финансовый менеджмент, стратегия управления и финансирования, экономико-математические методы и модели, читаемых в течение ряда лет в: Академии народного хозяйства при Правительстве РФ, Московском государственном открытом университете, Московском психолого-социальном институте, Российском государственном университете нефти и газа им. И.М. Губкина, Российском университете кооперации, обсуждались в подкомитете по налоговому законодательству Государственной Думы и департаменте налоговой политики Министерства финансов России.

Прогнозы относительно применимости принципов налоговых систем мировой нефтегазовой промышленности в условиях современной России были впервые опубликованы в 1998 году и к настоящему времени полностью подтвердились на практике.

Проект разработки конкретного техногенного месторождения, для которого был создан метод анализа эффективности инвестиций в разработку техногенного нефтяного месторождения выиграл тендер.

Созданная методика финансового анализа социально значимой деятельности организаций потребительской кооперации с 2005 года является частью методических рекомендаций Центросоюза РФ, старейшей и крупнейшей в России негосударственной системе некоммерческих организаций.

Результаты исследований отражены в 47 публикациях: 3 монографиях, 10 учебно-методических работах (в том числе 3 с грифом УМО и Минобразования), 34 научных статьях (в том числе 2 в указанных ВАК журналах), общим объемом 135 условных издательских печатных листов (из них 110 - авторских).

## Сущность и виды инвестиций и их анализа

В рыночной экономике основной движущей силой ее поступательного движения в целом и побудительной силой развития отдельного предприятия является предпринимательская активность, цель которой - получение прибыли -чистого дохода собственников отдельного предприятия. Получение прибыли в значительной степени зависит от эффективного освоения инвестиций.

Термином инвестиции (нем. Investition, от лат. investio - одеваю) обозначают долгосрочные вложения капитала в отрасли экономики внутри страны и за границей [60]. Это определение из Большого энциклопедического словаря разделяется большинством отечественных экономистов, изучающих инвестиционную деятельность. Однако большинство западных экономистов под инвестициями понимают отказ от текущего потребления ресурсов в пользу получения благ в будущем, такая позиция изложена, например, в работах Нобелевского лауреата в области экономики У. Шарпа [311,312,364]. На наш взгляд, такое различие позиций вызвано отличиями экономических условий, в которых происходило формирования представителей отечественной и западной экономических школ. В нашей стране длительное время единственным видом экономической деятельности, являющимся аналогом инвестиций было осуществление капитальных вложений. Что предопределило отожествление инвестиций (по крайней мере, реальных) с капитальными вложениями большинством экономистов и различия в приведенных определениях. В подтверждение этого можно привести государственный образовательный стандарт 2000 г. для специальности «Финансы и кредит» по дисциплине «Инвестиции», где термины «инвестиции» и «капитальные вложения» часто тождественны. При анализе инвестиций обычно различают два вида инвестиций.

Под финансовыми инвестициями понимают вложение капитала в финансовые активы (ценные бумаги и на счета финансовых институтов) - акции, облигации и пр. с целью получения дохода. Под реальными инвестициями понимают вложение капитала в реальные активы - здания, сооружения, станки, оборудование, материально-технические запасы и т.п. с целью получения дохода. Для выбора наиболее эффективного варианта использования инвестиций необходим глубокий и всесторонний инвестиционный анализ.

Под термином - анализ (от греч. analysis - разложение) понимают следующее:

1. Расчленение (мысленное или реальное) объекта на элементы. Анализ связан с синтезом (соединением элементов в единое целое).

2. Синоним научных исследований вообще.

3. В формальной логике - уточнение логической формы (структуры) рассуждения.

В диссертации термин инвестиционный анализ понимается, как исследование инвестиций, заключающееся в выявлении различных аспектов инвестиционной деятельности и получении ответа на вопрос о ее целесообразности. Нами исследовался, в основном, анализ реальные инвестиции, т.е. вложения в основной и оборотный капитал конкретных организаций. Такой вид инвестиционного анализа часто называют проектным анализом (в англоязычной литературе - feasibility study).

Под проектом (от лат. projectus - брошенный вперед) чаще всего понимают:

1. Совокупность документов (расчетов, чертежей и др.) для создания какого-либо сооружения или изделия.

2. Предварительный текст какого-либо документа.

3. Замысел, план.

С точки зрения инвестиционного анализа: Проект представляет собой замысел (проблему, задачу), средства его реализации и получаемые в процессе реализации результаты. і

Исследуя отрасль с наиболее ярко выраженным инвестиционным характером - нефтегазовую промышленность, следует отметить, что она обладает рядом особенностей. Одной из таких специфических черт является естественное падение добычи. На рис. 1 отображена зависимость между объемом добычи и временем освоения месторождения. Вследствие этого руководство нефтяной компании, рассматривая стратегию будущего развития, неизбежно столкнется с ситуацией, когда желание закрепить успех или остаться на прежнем уровне войдет в противоречие с прогнозом развития, сделанным на основе текущего состояния компании (рис. 2).

## Методология инвестиционного анализа

Развитие экономической мысли, на наш взгляд, подошло к такому рубежу, когда наиболее актуальным является не создание новых методов оценки инвестиционных решений, а анализ уже созданных методов анализа рискованности и доходности на предмет, во-первых, оценки их пригодности и адекватности практическим задачам в условиях переходной экономики России, а во-вторых, определения приоритетности и целесообразности применения тех или иных методов. То есть наиболее актуальными становятся проблемы методологии инвестиционного анализа. Разработанная нами логическая схема методологии инвестиционного анализа отражена на рис. 7.

Центральным моментом, успешного анализа и отбора методов анализа доходности и риска для использования, является комплексное применение системного, ситуационного и динамического подходов.

С точки зрения системного подхода, любой анализируемый объект следует рассматривать как систему, т.е. как совокупность элементов, отличную от простой их суммы. Существенным при применении системного подхода в экономике является обязательный учет возможного взаимодействия элементов. Системы классифицируют как замкнутые и открытые в зависимости от того, насколько функционирование системы зависит от внешних обстоятельств. Большинство экономических систем являются открытыми - имеет место существенное взаимодействие экономических объектов с окружающей средой.

Применение системного подхода предполагает учет взаимодействия элементов открытой системы с внешней средой. Любое инвестиционное решение принимается в конкретной ситуации. Ситуационный подход требует принятия решения, адекватного обстановке. Поскольку ситуацией является не только внешняя среда, но и внутреннее положение в организации, последовательное применение ситуационного подхода означает, что не существует лучшего решения, а существуют решения, отвечающее и не отвечающие сложившейся обстановке.

Проведение экономических решений в жизнь является процессом. Динамический подход требует учета процессного характера изучаемых явлений. Он требует учета возможных изменений и их протяженности во времени.

При последовательном применении системного, ситуационного и динамического подходов следует учитывать тот факт, что их применение осуществляется в рамках конкретной системы, ситуации и является процессом.

И системный, и ситуационный, и динамический подходы являются не набором готовых методов или приемов, а способом мышления. Конкретные важные следствия их применения будут представлены в следующих частях работы.

Другими важнейшими инструментами экономического и финансового анализов являются концепции "затрат-выгод" и "альтернативной стоимости".

Предпосылка концепции «затрат-выгод» заключается в том, что целью инвестиций является возрастание капитала. Суть концепции: проект является эффективным, если выгоды от его осуществления превышают затраты на его осуществление. Другие названия: концепция "соотнесения затраты и выгод", концепция "выгоды минус затраты".

Следствия применения концепции заключаются в следующем: 1. Учитываются не доходы, а выгоды.

2. Учитываются не только все видимые материальные затраты, но и затраты моральные.

3. При оценке затрат и выгод рассматриваются последствия осуществления, а не ситуация после осуществления проекта.

4. Необратимые издержки, уже затраченные на осуществление проекта, не являются затратами по проекту.

5. Выгоды, которые будут получены и без осуществления проекта, не являются выгодами от проекта.

6. При проведении финансового и экономического анализа учитываются все выгоды и затраты, но только один раз.

7. Рассмотрением финансового анализа являются реальные потоки денежной наличности.

8. Различные вложения учитывают в виде инвестиции, а не в виде амортизации основных фондов.

9. Проект продолжает осуществляться, пока текущая выручка превышает текущие затраты.

Предпосылка концепции «альтернативной стоимости» заключается в том, что любые ресурсы, привлекаемые для осуществления проекта, могут быть использованы другим (альтернативным) способом. Суть концепции: при оценке выгод и затрат проекта необходимо учитывать возможности использования ресурсов альтернативным образом.

Следствия применения концепции заключаются в следующем: 1. Выгоды от осуществления проекта должны превышать не только затраты, но и упущенную выгоду от возможного иного использования ресурсов.

2. Одинаковые ресурсы, относимые к различным периодам времени имеют различную ценность.

3. Чем дальше в будущем ожидаются доходы, тем они менее ценны.

Предпосылка концепции «соотнесения доходности и рискованности» неизвестность будущего. Суть концепции: при принятии решении о реализации проекта следует учитывать не только возможные доходы, но и возможные потери. Следствия применения концепции заключаются в следующем:

1. Чем большие возможные потери могут быть при реализации проекта, тем большие возможные выгоды должны быть от его реализации, для признания этого проекта эффективным.

2. Чем больший срок окупаемости проекта, тем больше риск при его осуществлении.

3. Чем больше новых идей в проекте, тем больше риск от его осуществления.

Критериями, основанными на этих концепциях, являются критерии теории анализа дисконтированных потоков наличности. Однако, как уже отмечалось, принятие управленческих проектных решений не может базироваться только на ожидаемой доходности инвестиционного проекта, в любой экономике имеет место существенный риск. И, потому, необходимо применение концепции "соотнесения доходности и рискованности".

По нашему мнению, важнейшим инструментом в рамках сформулированной методологии инвестиционного анализа стала авторская концепция "учета целей управления". Каковы же современные взгляды на формулирование целей управления современными организациями и проектами?

Целями производства в таких организациях в современных экономиках западного типа, как правило, является всемерное повышение благосостояния собственников предприятий (максимизация их доходов).

Почему цели коммерческих организаций в современной экономической литературе чаще формулируются именно таким образом? Почему не используют формулировку, согласно которой целью производства является получение максимально возможной прибыли. Прежде всего, следует отметить, что существует несколько определений того, что1 является прибылью. Эта формулировка существенным образом зависит от положений теории прибыли, которой придерживается формулирующий ее специалист.

## Методы инвестиционного анализа

Реализация инвестиционного проекта должна приносить прибыль. Поэтому в процессе анализа оценивается, перевешивают ли выгоды от проекта затраты на его осуществление. Оценка разницы между выгодами и затратами осуществляется при помощи анализа доходности (как правило, в рамках теории анализа дисконтированных денежных потоков) и анализа рисков.

В основу дисконтирования положены две основные микроэкономические концепции [228]. Концепция "затрат - выгод" подразумевает учет всех выгод и всех затрат. Учитываются не только все видимые материальные затраты, но и затраты моральные. При оценке затрат и выгод рассматриваются последствия осуществления, а не ситуация после осуществления проекта. Так, проект по охране окружающей среды может ставить своей целью сохранение существующей ситуации, которая без этого проекта существенно ухудшится. Это не означает отсутствия выгод от осуществления этого проекта. Необратимые издержки, уже затраченные на осуществление проекта, не являются затратами по проекту. Выгоды, которые будут получены и без осуществления проекта, не являются выгодами от проекта.

При проведении финансового и экономического анализа учитываются все выгоды и затраты, но только один раз. Так, различные вложения учитывают в виде инвестиции, а не в виде амортизации основных фондов, поскольку объектом анализа являются реальные потоки денежной наличности, а не износ основных фондов.

Второй концепцией является концепция "альтернативной стоимости". Любые ресурсы, используемые для осуществления проекта, могут быть использованы иным способом. Финансовые ресурсы могут быть вложены в государственные ценные бумаги. Земля в городе может быть использована для строительства жилья или для разбивки парка, либо иным способом. Знания людей могут использоваться не только для осуществления одного проекта. Таким образом, выгоды от осуществления проекта должны превышать не только затраты, но и упущенную выгоду от возможного иного использования ресурсов.

Моделями, реализующими эти концепции, являются критерии эффективности, базирующиеся дисконтировании. К таким критериям относятся: чистая текущая стоимость, внутренняя норма рентабельности и т.д. Все эти критерии используют разности между выгодами и затратами, полученные с точки зрения применения концепции "затрат-выгод". і Численной моделью, отражающей "альтернативную стоимость" является норма дисконта. При проведении экономического анализа критерии эффективности носят название "экономических": экономическая чистая текущая стоимость, экономическая внутренняя норма рентабельности. Современные подходы к анализу доходности строятся в основном на применении теории анализа дисконтированных денежных потоков. В рамках метода дисконтирования выработано несколько критериев экономической и финансовой эффективности проектов.

Дисконтирование представляет способ сравнения средств, относимых к различным моментам времени. Имея одну денежную единицу сегодня и имея возможность разместить ее под процентную ставку г через к лет, получить сумму, равную 0 + г) денежным единицам. Одна денежная единица через к лет соответствует 0 + г) денежным единицам сегодня [228,305].

В рамках комплексного экономического анализа рассматриваются потоки наличности (разности выгод и затрат) и соотносятся между собой с помощью дисконтирования. На рис. 19 отображены потоки наличности условного проекта в рамках проектного анализа. Под инвестициями понимают потоки наличности до первого года с положительным потоком наличности. К доходам относят остальные потоки наличности.