Пан Сергей Борисович. Методология проектного корпоративного финансирования : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2003 143 с. РГБ ОД, 61:03-8/2077-X

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ 12

1.1. Экономическое содержание инвестиций 12

1.2. Источники инвестиций и основные пути их мобилизации на промышленных предприятиях 19

1.3 Формы и методы государственной поддержки и стимулирования инвестиционной деятельности промышленных предприятий 32

ГЛАВА 2. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ 44

2.1. Сущность, классификация и оценка инвестиционных решений 44

2.2. Организация финансирования инвестиционных решений 64

2.3. Технология оценки привлекательности инвестиционных проектов 72

ГЛАВА 3. ПРОЦЕДУРНЫЙ МЕХАНИЗМ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБОСНОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА 84

3.1. Технология финансового анализа на стадии планирования и предварительной экспертизы инвестиционного проекта 84

3.2. Методика оценки и анализа финансового состояния предприятия для проектного корпоративного инвестирования 92

3.3. Инвестиционная программа предприятия и проектное корпоративное инвестирование109

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 132

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 136

**Введение к работе**

Переход к новым условиям хозяйствования, создание современных рыночных механизмов предполагает формирование как на макро-, так и на микроэкономическом уровнях такой инвестиционной политики, которая способна обеспечить проведение структурной перестройки отечественной экономики.

Проблема инвестиций производна от экономической, политической ситуации в стране, и в то же время ее решение - исходный пункт развития экономики. Можно относительно небольшими масштабами инвестиций добиться экономического роста, а большие суммы использовать непроизводительно, без отдачи.

Экономическая реформа привела к значительной утечке капитала из российской промышленности. Это сыграло заметную роль в затухании обновления основных производственных фондов, замедлении или прекращении их роста. На фоне общего ухудшения инвестиционной обстановки, резкого уменьшения объема производства даже те немногие инвестиции, которые все же поступают в производство, мало что дают даже для простого сохранения дееспособности предприятий.

Актуальность повышения качества экономического обоснования инвестиционных проектов определяется проблемами, связанными с инвестиционной стратегией развития предприятий. Ориентация на краткосрочные результаты деятельности привела к снижению инвестиционной активности. Задача, которая стоит перед любым предприятием заключается в разработке собственного варианта развития, зависящего от его экономического состояния.

Рынок предоставляет множество различных возможностей для вложения капитала. В условиях отечественной экономики при ограниченности ресурсов необходим выбор наиболее эффективных вариантов инвестирования. Результаты теоретических исследований и опыт зарубежных компаний не может быть полностью применен к условиям российской экономики. В условиях неустойчивости и непредсказуемости макроэкономической ситуации использование разработанных для стабильной экономики методов становится практически невозможным. Осо бенности отечественной экономики обусловили необходимость адаптации принятых в международной практике методов экономической оценки инвестиций.

Актуальность диссертационного исследования заключается в том, что радикальные изменения в отечественной промышленности потребовали научного осмысления и анализа методик обоснования инвестиций на основе зарубежного и отечественного опыта. Эта задача осложняется тем, что современная практика планирования инвестиционной деятельности предприятий еще в значительной мере не получила должного теоретического обобщения и многие направления инвестиционного проектирования только проходят стадию научного и практического эксперимента.

Принятие инвестиционных решений относится к наиболее сложным задачам управления предприятием. Дополнительные трудности возникают из-за высокой неопределенности, множественности механизмов реализации проектов и альтернатив вложения капитала. Для российских предприятий эти проблемы носят принципиально новый характер, что вместе с повышенной нестабильностью экономической среды обуславливает низкую активность в инвестиционной сфере и неэффективное использование финансовых ресурсов.

При высокой степени актуальности вопросы экономического обоснования инвестиционных проектов применительно к российской экономике в теоретическом и методологическом плане недостаточно разработаны, что вызывает потребность в дальнейшем исследовании с целью углубления теоретических представлений о данной проблеме и создания возможности практического применения полученных результатов. Таким образом, объективно возникает задача совершенствования методического обеспечения инвестиционных проектов.

Государство располагает мощными рычагами воздействия на процесс накопления через бюджетно-налоговую, денежно-кредитную, структурно-инвестиционную политику. Само государство также может выступать в качестве основного субъекта процесса накопления в тех сферах хозяйственной деятельности, где ограничено действие рыночных механизмов: новые технологии, социальная сфера, объекты с длительным временным лагом в отдаче и т.д.

Единственный источник накопления - прибавочный продукт. Он выступает результатом процесса воспроизводства и определяется его темпами и эффективностью. Прибавочный продукт имеет денежно-стоимостную и натурально-вещественную формы. Структура, качественная характеристика материального содержания прибавочного продукта определяют темпы и эффективность процесса накопления и всего следующего воспроизводственного цикла.

Неоднозначно в экономической науке решается вопрос о возможности использования амортизационных отчислений на цели накопления. Часть экономистов доказывает безусловную возможность использования этого фонда на накопление. Другие считают возможным использовать амортизационный фонд для расширения производства только в рамках отдельных предприятий. Они полагают, что на макроэкономическом и микроэкономическом уровнях амортизация - это денежная форма износа, которая призвана служить восстановлению физически и морально устаревших основных производственных фондов. Однако если учесть, что восстановление изношенного основного капитала определяется, как правило, на качественно новой основе, способствующей повышению производительности труда, то и амортизационный фонд следует относить к источникам накопления.

При любой модели хозяйствования значительным финансовым источником накопления выступают сбережения населения, составляющие разницу между общей суммой денежных доходов семьи и той частью, которая расходуется на текущее потребление. Доля сбережений зависит от уровня экономического развития страны, увеличения доходов семьи и движения цен на потребительские товары. Чем выше денежные доходы семьи, тем, при прочих равных условиях, выше доля сбережений.

Роль сбережений населения в воспроизводственном процессе противоречива. Сберегая, население сокращает текущий спрос на потребительские товары, что сдерживает рост предложения, то есть расширение производства. Это противоречие разрешается, если сбережения населения мобилизуются хозяйствующими субъектами, использующими эти сбережения для увеличения фонда накопления и расширения производства. Анализ экономического развития стран мира свидетельствует, что чем выше норма накопления, тем выше темпы экономиче ского роста. Иначе говоря, между нормой накопления и темпами экономического развития страны отмечается прямая корреляционная зависимость.

Так, высокие темпы экономического роста СССР в довоенные годы и Японии после второй мировой войны - это следствие высокой нормы накопления (38-40% к национальному доходу). Естественно, что для практической реализации такой высокой нормы накопления страна должна располагать определенными ресурсами и создавать необходимые условия.

Высокие темпы экономического роста (12-15% среднегодового прироста национального дохода) как результат высокой нормы общего и в особенности производственного накопления могут быть достигнуты в условиях преимущественно экстенсивного типа расширенного воспроизводства, основанного на создании новых рабочих мест. Это предполагает наличие в стране свободного резерва рабочей силы, достаточно подготовленного для работы на технически обновленных рабочих местах.

Развал отраслей, производящих инвестиционные товары, машиностроения, производства строительных материалов, металлургии, лесопереработки, сокращение в них производства и прекращение финансовых вливаний для обновления их производственного аппарата способны на долгие годы затянуть выход из экономического кризиса.

Существенное влияние на развитие инвестиционной сферы и всего процесса накопления оказали развал централизованного государственного финансирования капитальных вложений и отсутствие пока рыночных механизмов расширения производства.

Подъем инвестиционной сферы, увеличение ресурсов для накопления связаны с выходом из социально-экономического кризиса и повышением эффективности любой хозяйственной деятельности.

Большое практическое значение для субъектов приобретает решение ими вопроса о регулировании процесса инвестирования, роли государства, предприятий и банков.

Устранение регулирующей роли государства в воспроизводственном процессе страны в переходный период основной просчет, удлинивший и осложнив ший реформирование в России. Главная функция государства в переходный период - создание рыночного механизма в стране в целях повышения темпов и эффективности производства для роста доходов и потребления всего населения.

Все перечисленные проблемы в инвестиционной сфере и стали предметом исследования в данной диссертации. Их решение является насущной жизненной потребностью, что подчеркивает актуальность избранной темы.

В комплексе мер по выходу российской экономики из глубочайшего и острейшего структурного кризиса определяющее значение принадлежит обновлению основного капитала на основе новейших достижений науки и техники. В этих условиях резко возрастают роль и значение инвестиций, которые служат финансовым источником капитального строительства, создания новых основных фондов и необходимых запасов.

За годы реформ в инвестиционной сфере образовался крупный узел тесно переплетенных, чрезвычайно сложных проблем экономического, социально-политического и организационного характера. Создалась парадоксальная ситуация. Экономика России, располагая уникальными по разнообразию и масштабам природными ресурсами, квалифицированной рабочей силой, значительным инновационным потенциалом, в течение многих лет переживает глубокую депрессию. Все попытки правительства стабилизировать производство и активизировать инвестиции пока не дали сколько-нибудь существенных результатов.

Жизнь все больше и больше убеждает, что ключевой задачей, от решения которой зависят оживление и подъем экономики, является создание благоприятного инвестиционного климата. Инвестиционный климат чрезвычайно многогранное и емкое социально-экономическое явление. Оно охватывает широкий круг сложных вопросов как макроэкономики, так и микроэкономики. Это и понятно. Инвестиционная активность является результатом воздействия всех составляющих хозяйственного механизма на экономическое поведение субъектов хозяйства. Это и материальные стимулы к накоплению капитала, ускорению научно-технического прогресса, и наличие конкурентного рынка инвестиционных товаров и развитой производственной и рыночной инфраструктуры, наконец, это и адекватная рыночному хозяйству законодательная база.

Несмотря на свою важность, рост накопления капитала - всего лишь одна сторона инвестиционной проблемы. Другое не менее существенное условие активизации инвестиционной деятельности состоит в максимальной экономии капитала и рациональном использовании ограниченных экономических ресурсов. Между тем за годы перестройки эта исключительно важная народнохозяйственная проблема совершенно исчезла из нашей жизни. Вот почему сегодня очень нужны глубокие обобщения как мировой, так и отечественной управленческой науки и практики в области инвестиций, критическая оценка устаревших представлений о механизме функционирования современного инвестиционного комплекса. Исключительно важной и мало разработанной проблемой является проблема роста инвестиций, определение рациональной их структуры в условиях инфляции и кризиса. Много новых вопросов перед управленческой теорией и практикой ставит необходимость формирования современного инвестиционного менеджмента. Между тем анализ и оценка российского инвестиционного менеджмента убедительно говорят о серьезном отставании в теории и практике эффективного управления инвестиционным комплексом страны. Поэтому особый интерес приобретают изучение и обобщение новейших достижений современного инвестиционного менеджмента.

Одной из актуальнейших задач является исследование путей создания рыночной инфраструктуры, адекватной современному инвестиционному комплексу. Отсутствие цивилизованного рынка ценных бумаг, развитой финансово-кредитной системы, налоговой политики, стимулирующей рост инвестиций, оказывает сильное негативное влияние на весь механизм инвестиционного процесса. Научная и практическая значимость перечисленных проблем, их дискуссионный характер предопределили интерес автора к процессу формирования рыночного механизма управления инвестициями в переходной экономике России. Предлагаемая работа является попыткой конструктивно-критического осмысления этих проблем и поиска путей, способов их наиболее эффективного в современных условиях разрешения.

Цели и задачи исследования. Целью диссертации является комплексное исследование путей совершенствования методов экономического обоснования инвестиционных проектов на основе обобщения зарубежного и отечественного опыта.

В соответствии с указанной целью усилия автора были направлены на решение следующих задач:

- анализ с учетом отечественной специфики принятых в мировой практике методов экономического обоснования инвестиционных проектов;

- определение ставки дисконта в условиях неопределенности;

- поиск резервов для совершенствования существующих методов экономического обоснования инвестиционных проектов;

- исследование природы основных показателей, используемых при экономическом анализе инвестиционных проектов с учетом российской специфики и разработка практических рекомендаций по их выбору;

- разработка методики количественного определения риска инвестиционных проектов;

- уточнение алгоритма экономического обоснования инвестиционных проектов.

Методологической основой исследования послужили фундаментальные научные труды отечественных и зарубежных авторов, законодательные и нормативные акты Российской Федерации. В работе над диссертацией автор опирался на теоретические и практические разработки отечественных экономистов в области государственного регулирования экономики, воспроизводства основных фондов, реформирования управления инвестиционной сферой, финансово-кредитного механизма: Л.И. Абалкина, А.И. Анчишкина, Э.П Горбунова, А.А. Гусакова, В.П. Красовского, В.А. Кашина, СИ. Пушина, А.А. Малыгина, И.П. Мерзлякова, B.C. Пашковского, В.П. Перламутрова, Ю.В. Пешехонова, Я.А. Рекитера, В.А. Слепова и других. Вместе с тем в работе использованы труды известных зарубежных исследователей: В. Бернеса, Г. Бирмана, М. Бромвича, А.Дэвида, М.Мобиуса, Д. Норкота, К. Рэдхэда, С.Хьюиса и других.

При решении конкретных задач применялся системный подход к изучаемым явлениям, математические и статистические методы анализа и прогноза. Эмпирическую основу исследования составили:

- законодательные акты Российской Федерации, ведомственные акты российских федеральных органов, регламентирующие порядок управления инвестициями;

- уставные и нормативные акты международных финансовых организаций;

- статистические сборники федеральных организаций России (Банк России, Госкомстат Российской Федерации);

- официальные публикации в российской и зарубежной экономической периодике.

Научная новизна диссертации состоит в следующем:

• уточнено понятие ставки дисконтирования в проектом корпоративном инвестировании, которая обычно определяется как безрисковая. Автор определяет ставку дисконтирования как базисную ставку дисконтирования, подверженную многочисленным рискам;

• определены закономерности динамики инвестиционной деятельности в России и прежде всего в корпоративном секторе экономики;

• выявлены и оценены факторы, влияющие на инвестиционный потенциал российских предприятий и на их способность к эффективному использованию проектных инвестиций;

• разработан комплекс рекомендаций по развитию методологии корпоративного инвестирования с учетом особенностей трансформационного периода в России.

Практическая значимость работы состоит в следующем:

• обоснованы рекомендации по приоритетному использованию метода чистой приведенной стоимости для оценки корпоративных инвестиционных проектов как наиболее корректного и универсального метода в современных российских условиях;

• подтверждена необходимость расчета чистой приведенной стоимости путем включения в нее элементов, учитывающих высокие темпы роста инфляции в России;

• доказана целесообразность ориентации ставки дисконта в корпоративном инвестиционном проектировании на доходность российских государственных облигаций;

• разработана методика расчета сравнительной инвестиционной привлекательности производственного и рыночного потенциалов предприятий, конкурирующих в сфере инвестиционного проектирования. Рекомендации и предложения, представленные в диссертации, могут быть использованы российскими компаниями для выработки инвестиционной политики, Министерством экономического развития и торговли Российской Федерации для выработки промышленной политики, Министерством финансов Российской Федерации при формировании инвестиционных программ, а также в учебных заведениях при преподавании финансовых дисциплин.

Апробация работы. Основные положения и выводы диссертации использованы при выполнении научно-исследовательских работ по финансовой тематике в Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова, а также представлены автором на международных научно-практических конференциях, в опубликованных журнальных статьях. Они послужили основой лекций по учебным • курсам «Корпоративные финансы» и «Финансовый менеджмент».

## Экономическое содержание инвестиций

В советской экономике термин «инвестиции» почти не употреблялся. С проведением рыночных преобразований в экономике этот термин стал одним из самых распространенных, наряду с понятиями инвестиционной политики, инвестиционной деятельности, инвестиционной активности. Действительно, проблема нехватки инвестиций, или, как говорят, инвестиционного голода в России является главным тормозом экономического роста страны. Эффективные практические решения этой сложной экономической задачи должны основываться на достаточно прочной методологической базе. Поэтому понятен особый интерес ученых сегодня к научным разработкам в области инвестиций.

В классической экономической науке, по определению Б.Г. Литвака, «инвестиции представляют собой процесс затрат живого и овеществленного труда для создания производственных мощностей, с помощью которых в процессе производства живой труд создает большую стоимость, чем потреблял» [64]. Создатель знаменитого кейнсианского направления в экономике Дж. Кейнс определяет инвестиции как «текущий прирост ценности капитального имущества в результате производственной деятельности данного периода». Это «та часть дохода за данные период, которая не была использована для потребления» [52].

В этих определениях четко выявлена сущностная характеристика инвестиций, их двойственность, отражающая:

- во-первых, величину аккумулированного дохода на цели накопления, объем инвестиционных ресурсов;

- во-вторых, форму вложений (затрат), определяющих прирост стоимости капитального имущества.

С нашей точки зрения, весьма интересной является трактовка И. Бернара и Ж.-К. Колли в «Толковом экономическом и финансовом словаре». В нем предлагается различать категории «инвестиции» (капитальные вложения), с одной стороны, и «вложение капитала», с другой стороны. Процитируем дословно существо этого различия из вышеприведенного источника. «Вложение капитала отличается от инвестиции тем, что как по мотивации, так и по природе осуществляющего его субъекта, оно отдельно от процесса производства. Возможная прибыль или риск, которому он при этом подвергается, зависит от прозорливости вкладчика, а не от его производительных способностей».

Таким образом, вложение капитала подразумевает операцию в сфере, не связанной с профессиональной деятельностью или компетенцией его владельца, расчитывающего извлечь прибыль из такого размещения средств. Из этого следует, что важнейшим признаком инвестиций, как экономической категории, является производственный характер использования капитала, в то время как термин «вложение капитала» применяется к характеристике финансовых операций: деньги, прочие депозиты, краткосрочные ценные бумаги и т. п. И. Бернар и Ж.-К. Колли отождествляют инвестиции и капиталовложения. Причем в указанном словаре ими приведено четкое определение капитальных вложений - это дополнительные средства производства, включенные за определенный период времени в основные фонды хозяйственной единицы.

## Сущность, классификация и оценка инвестиционных решений

Всякое вложение капитала - есть результат принятия определённого решения, в данном случае инвестиционного решения. В условиях открытой экономики процесс принятия инвестиционных решений сложен уже потому, что принимать их предприятию приходится сообразуясь с последствиями воздействия множества рисков на результаты принимаемых решений. Но не только этим объясняется сложность инвестиционных решений.

Усложняющим фактором инвестиционных решений является настоятельная необходимость учёта воздействия международных факторов, как результат адекватной реакции предприятий на резкое усиление в последние годы интернационализации бизнеса вообще. Современная информатика и расширение правовой базы международного сотрудничества дают возможность бизнесу извлекать определенные выгоды из международной диверсификации за счет:

- существенных различий в разных странах структуры, стоимости и уровня развития рынков труда, капитала, товаров и услуг;

- различий в торговой, кредитно-финансовой, налоговой практике разных стран.

В контексте инвестиционной деятельности современного предприятия международная диверсификация представляет собой инвестиционную политику предприятия, направленную прежде всего на снижение рисков, воздействующих на ее деятельность в рамках национальной экономики, на снижение нестабильности портфелей ценных бумаг и валют за счет отсутствия полной корреляции в их доходности. Однако интернационализация бизнеса предоставляет предприятию не только выгоды, но и существенно усложняет содержание её инвестиционной политики. Сегодня человечество живёт в условиях инновационной революции, основными участниками которой являются предприятия.

Инновационная революция внесла существенные коррективы во многие устоявшиеся представления об эффективности инвестиционных решений. Сегодня вопрос выживания любой организации поставлен в прямую зависимость от её способности адекватной реакции на новое измерение конкуренции - соревнование во времени, как главного порождения инновационной революции. Соревнование во времени протекает по двум основным направлениям:

- сокращение цикла возникновения нового продукта - времени от появления идеи нового продукта до появления его на рынке;

- сокращение рыночного цикла нового продукта - времени от появления нового продукта на рынке до момента его вытеснения с рынка более новым продуктом.

Очевидно, результатом соревнования во времени является сокращение срока жизни продукта на рынке в традиционном его представлении. Это значит, что если в недавнем прошлом жизненный цикл товара в 5-7 лет считался нормой, то сегодня под воздействием инновационной революции он сократился до 3-4 лет. Не менее важен и другой феномен - усиление позиций предприятия в его классическом понимании по отношению к различным конгломератам в конкуренции во времени - привнесенный инновационной революцией и последствиями прошедшей на Западе, но обошедшей стороной Россию, информационной революции.

Современная инвестиционная политика предприятия представлена широким набором весьма сложных и неоднородных инвестиционных решений, в которых оно выступает как в роли «инициатора вложения средств», так и в роли «объекта внешних инвестиций».

## Технология финансового анализа на стадии планирования и предварительной экспертизы инвестиционного проекта

Определение эффективности инвестиционных проектов одна из ключевых задач в управлении инвестиционной деятельностью. Если мы говорим об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, то вполне естественно обращение к вопросам теории эффективности капитальных вложений в СССР. В советской экономике в теоретическом плане этой проблемой занимались многие ученые: Хачатуров Т.С., Вааг Л.А., Красовский В.П., Виленский М.А., Палтерович Д.М., Кантарович Л.В., Пробст А.Е., Федоренко Н.П., Новожилов В.В., Струмилин С.Г., Дасковский В.Б., Львов Д.С, Шустер Н.П. и др. В конце концов сложилось две школы: во главе одной из них стоял академик Т.С. Хачатуров (Институт экономики АН СССР), во главе другой - академик Федоренко Н.П., д.э.н. Львов Д.С. (ЦЭМИ). Взгляды представителей этих школ во многом оказались принципиально несовместимыми. К началу перестройки в СССР действовали две методики - одна по определению экономической эффективности капитальных вложений («Хачатуровская»), ее обычно использовали при определении эффективности вложений в новое строительство, реконструкцию, техническое перевооружение. Основными показателями этой методики, имеющей самое широкое применение в проектных расчетах и на предприятиях, были: показатель абсолютной эффективности: Еа = — Епа, где Р - годовая прибыль, получаемая от меро приятия, к - капитальные вложения, обеспечивающие эту прибыль, Епа - норматив абсолютной эффективности. В практике пользовались обычно обратным пока зателем, называемым сроком окупаемости (Т), Т — —; полученный результат сравнивался с нормативным для данной отрасли. При сравнении вариантов использовался показатель сравнительной эффективности: Q + EnKj —» min, где Cj - себестоимость продукции по вариантам; Еп - норматив сравнительной эффективности.

Принципиально то, что в этой методике расчеты эффективности велись по показателям, имеющим годовую размерность.

Вторая методика (ЦЭМИ) рассматривалась для обоснования эффективности капиталовложений в мероприятия научно-технического прогресса. Надо сказать, что в практике она не нашла широкого применения. Главный показатель Et - экономический эффект за расчетный период: Et = Pt, - St, где Pt -стоимостная оценка результатов за рассматриваемый период, St - стоимостная оценка затрат за тот же период. При этом в расчетах Pt и St используется коэффициент дисконтирования ai - соответствующий і - году расчетного периода.