Медведев Данила Андреевич. Методы учета условий финансирования при оценке инвестиционных проектов : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2005 153 c. РГБ ОД, 61:05-8/4091

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ К УЧЁТУ УСЛОВИЙ ФИНАНСИРО

ВАНИЯ ПРИ ОЦЕНКЕ ФИРМ И КАПИТАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ 12

1.1. Оценка инвестиционных проектов как сфера принятия решений в финансовом менеджменте компаний 12

1.2. Взаимовлияние инвестиционных и финансовых решений 27

1.3. Способы учёта влияния условий финансирования при расчёте инвестиционных критериев 46

ГЛАВА 2. ИЗУЧЕНИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ КОНЕЧНЫХ ПРОЕКТОВ

КОМПАНИЯМИ, ИСПОЛЬЗУЮЩИМИ ЗАЁМНЫЙ КАПИТАЛ 62

2.1. Особенности учёта условий финансирования при оценке конечных во времени проектов 62

2.2. Влияние левериджа на стоимость акционерного капитала в ситуации конечных проектов с налогами 75

2.3. Оценка одногодичного капитального проекта, осуществляемого

с привлечением заёмного капитала 80

ГЛАВА 3. ВЫБОР СПОСОБОВ ОЦЕНКИ ПРОЕКТОВ РАЗЛИЧНЫХ ТИПОВ, ФИНАНСИРУЕМЫХ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ЗАЁМНОГО КАПИТАЛА 98

3.1. Исследование опыта оценки капитальных проектов в Санкт-Петербурге 98

3.2. Практические особенности оценки и реализации капитальных проектов 118

3.3. Рекомендации по выбору способов учёта финансирования при оценке фирм и проектов 130

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 144

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. За последние годы обоснование инвестиционных проектов с помощью распространенных в мире способов финансово-экономической оценки стало повсеместной практикой среди российских предприятий. Получили широкое распространение критерии оценки инвестиций, принятые в странах с рыночной экономикой. Все большее число финансовых менеджеров и аналитиков в российских компаниях приобрели навьпси расчётов таких критериев.

Важность правильной оценки инвестиционных проектов не вызывает сомнения. Однако, как показывает анализ практики проведения технико-экономических обоснований инвестиционных проектов, в этой сфере решены далеко не все проблемы. Часть из них носит практический характер, связанный с пока недостаточным опытом российских специалистов. Так, по мнению П. Л. Виленского с соавторами, не отсутствие привлекательных проектов или высокий риск, а неумение инвесторов и кредитных организаций оценивать и отбирать проекты привело к низкому уровню инвестиций в России в 90-е годы [16, с. 12—13].

В то же время осталось немало проблем, носящих не только практический, но и теоретический характер. В частности, одним из «узких мест» в расчётах инвестиционных критериев является отражение условий финансирования конкретного проекта, осуществляемого конкретной компанией. Если широко распространенные способы оценки капитальных проектов позволяют правильно (и достаточно «понятно») обосновать решение в случае финансирования проекта исключительно за счёт собственного капитала, то в случае привлечения заёмных средств применение известных методов существенно затруднено. Это обстоятельство, в частности, существенно ограничивает возможности обоснованного использования заёмных средств для финансирования проектов российских предприятий и затрудняет выбор наиболее эффективных финансовых схем.

Таким образом, основная проблема диссертационного исследования может быть сформулирована следующим образом: «Как выбор источников финансирования сказывается на привлекательности проектов?»

Состояние проблемы. Проблемы учёта структуры финансирования капитальных проектов в процессе проведения их финансово-экономической оценки рассмотрены в трудах многих ученых и специалистов, в частности, в работах Ф. Модильяни и М. Миллера, А. Бакли, Дж. Уэстона, Т. Коупленда, 3. Боди, Р. Мертона, Р. Брейли, С. Майерса, X. Леви, Дж. Майлза, Р. Эззела, А. Лоффлера, Дж. Ван Хорна, Е. В. Чирковой, В. В. Бочарова, В. Е. Леонтьева и других.

Общие вопросы оценки инвестиционных проектов рассмотрены в работах П. Л. Виленского, В. Н. Лившица, С. А. Смоляка, С. В. Ваддайцева, В. В. Ковалёва, И. В. Липсица, В. В. Коссова, Г. Бирмана, С. Шмидта, С. Росса, С. Лумби, В. Беренса, П. Хавранека и других.

Вопросы оценки стоимости капитала рассмотрены такими авторами как Ю. Бригхем, Л. Гапенски, X. Джонсон, М. Бертонеш, Р. Найт, О. В. Гончарук, М. И. Кныш, Д. В. Шопенко, и другими.

Для условий идеального финансового мира показано, что влияние условий финансирования на инвестиционные решения ограничено. Из принципа разделения инвестиционных и финансовых решений следует, что для учёта условий финансирования достаточно в качестве ставки дисконтирования денежных потоков инвестиционного проекта использовать стоимость капитала, привлеченного для его осуществления. Однако, существует целый набор ограничений применения для этих целей, например, средневзвешенной стоимости капитала компании. Кроме того, на практике существуют серьезные препятствия для объективной оценки стоимости собственного капитала компании (то есть требований акционеров к отдаче своих вложений), что связано с многообразием факторов, влияющих на требования инвесторов (риск операций компании, величина заимствований и пр.). К этому следует добавить различия, вытекающие из практики компаний в разных странах.

Наконец, применение принципа разделения на практике требует учёта отклонений реальных условий от идеальных. При использовании различных источников финансирования или их комбинаций придётся столкнуться с различными формами подобных отклонений. Все эффекты, вызываемые такими отклонениями, должны быть отражены в расчётах инвестиционных критериев некоторым адекватным способом.

Изучение рекомендаций, даваемых в библиографических источниках — как учебной и методической литературе, так и научных изданиях — позволяет заключить, что описанная проблема не получила пока еще полного разрешения. Так, например, 3. Боди и Р. Мертон затрагивают проблему оценки проектов со сложной структурой капитала лишь в конце своей книги, в разделе 16.10 [8, с. 526—529]. В книге А. Бакли и соавторов рассматриваемой проблеме посвящена небольшая глава, где дается весьма краткое сравнение трех способов расчёта [52, р. 413]. С. Лумби [60, р. 516— 521], Г. Бирман и С. Шмидт [7, с. 450—452], а также М. Бертонеш и Р. Найт [6, с. 173—183] посвящают данной проблеме всего несколько страниц в своих книгах.

Анализ более чем тридцати учебников по финансовому менеджменту показал, что ни в одном из них не содержится примера комплексного расчёта оценки инвестиционного проекта, содержащего обоснование одновременно финансового и инвестиционного решений. Так, например, 20-страничный «Пример полного расчёта показателей эффективности инвестиционного проекта» приводимый в учебно-практическом пособии, называющемся «Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика» [16, ее. 796—817], не содержит *никакого*обоснования используемой ставки дисконтирования, эта ставка просто *появляется*в расчёте. (!)

Теоретические рекомендации, как правило, ограничиваются описанием трёх распространённых методов учёта структуры капитала — WACC, APV и FTE, но выбору между ними уделяется крайне мало внимания. Все,три метода являются модификациями показателя чистой текущей (приведенной) ценности. При использовании любого из этих трёх способов оценки капитального проекта требуется знание ставки дисконтирования денежных потоков проекта — либо общей стоимости капитала, либо стоимости отдельных компонентов капитала. Однако в расчёте каждой модификации существуют особенности, препятствующие простому и логическому вычислению искомого значения. В частности, в случае, когда выбранная схема финансирования очередного инвестиционного проекта компании меняет

общую структуру ее капитала, некорректно использовать наиболее распространённый

***\\'У*'**метод WACC.

Изменение структуры капитала (левериджа) компании приводит к изменению

стоимости капитала. Для учёта этого эффекта обычно используется второе

предположения Модильяни-Миллера, описывающее зависимость стоимости

собственного капитала от левериджа. Однако расчётные формулы, применяемые для оценки проектов, выводимые из второго предположения Модильяни-Миллера, справедливы только для бесконечных по длительности проектов. В то же время оцениваемые проекты всегда конечны (рассчитаны на определенный срок).

Поэтому важной остается задача скорректировать расчётные алгоритмы, применяемые для оценки проектов, финансируемых с использованием заёмного капитала, распространив рассуждения Модильяни-Миллера на случай конечных во времени проектов.

Цель и задачи диссертационного исследования. *Цель исследования*состоит в определении влияния условий финансирования на эффективность инвестиционных проектов и выработке рекомендаций по правильному учёту этих условий в процессе обоснования проектов.

Для достижения поставленной цели в диссертации сформулированы и последовательно решены следующие *задачи исследования:*

уточнить характер проявления принципа разделения инвестиционных и

финансовых решений;

**і.' і . .. .**

провести сравнительный анализ основных подходов к учёту условий финансирования при оценке фирм и капитальных проектов и определить природу расхождений оценок, получаемых разными методами, для случая конечных во времени проектов;

выявить факторы, определяющие особенности расчёта инвестиционных критериев;

исследовать эмпирический опыт оценки капитальных проектов фирмами Санкт-Петербурга, а также тенденции развития практики оценки и реализации проектов в разных странах;

разработать рекомендации по выбору способов учёта финансирования фирм и проектов в процессе их оценки.

Объект исследования — инвестиционные проекты, осуществляемые предприятиями различных отраслей экономики, теория и практика их оценки.

Предмет исследования — влияние структуры капитала на эффективность проектов и способы учёта этого влияния в процессе оценки проектов.

Методологическая и теоретическая основа диссертационного исследования. *Теоретической основой*диссертационного исследования являются основные принципы финансового менеджмента — эффективность финансовых рьшков, метод дисконтирования будущих потоков, модель оценки капитальных активов, а также результаты исследований практического использования на практике существующих методов учёта структуры финансирования менеджерами в разных странах.

Для изучения данной проблемы в диссертации использовано численное моделирование проектов с конечным сроком действия. На основании результатов такого моделирования вьшедены формулы оценки отдельных классов конечных проектов.

В качестве *информационной базы исследования*послужили результаты исследований разных авторов, опубликованные в научных и деловых изданиях и учебниках. В качестве *эмпирической базы исследования*бьши использованы выпускные работы слушателей программы дополнительного образования «Менеджер» ИМИСП, содержащие оценку реальных проектов, представленных к рассмотрению на предприятиях Северо-Западного региона.

Научная новизна выносимых на защиту положений состоит в следующих конкретных результатах, полученных в ходе диссертационного исследования: Предложена модель распределения дохода между *стейкхолдерами1*компании, основанная на разделении денежных потоков на компоненты с известным риском, позволяющая раскрыть природу принадлежащих стейкхолдерам активов (требований) и объяснить взаимодействие доходности, риска и ценности трёх стейкхолдеров (акционеров, кредиторов и государства) друг на друга.

Стейкхблдеры (от англ. stakeholders) — широкий круг лиц, имеющих отношение к предприятию. В теории финансов в число стейкхолдеров предприятия обычно включают инвесторов, вкладывающие в компанию свой капитал с целью получения рискового дохода, кредиторов, временно

С помощью данной модели определена природа расхождений оценок, получаемых разными методами, для случая конечных во времени проектов (основные факторы, приводящие к отклонениям, являются амортизация и возврат кредита).

Сделан вывод о том, что ошибочные результаты, получаемые при оценке конечных проектов методами WACC и FTE, вызваны некорректным использованием формулы Модильяни—Миллера для расчёта стоимости акционерного капитала. Предложен итерационный метод, позволяющий корректно рассчитать стоимость акционерного капитала ге.

Выведена формула, позволяющая рассчитать значение стоимости акционерного капитала ге в условиях одногодичного проекта при наличии информации об ожидаемых будущих денежных потоках фирмы,. а также заданных экзогенно среднерыночной и безрисковой ставки доходности; с помощью этой формулы можно продемонстрировать, что «проблема цикличности» не мешает использованию метода WACC.

Выявлены основные характеристики проектов в практике предприятий Северо-Запада России и тенденции использования методов оценки инвестиционных проектов, в частности, произвольность выбора расчётного периода проекта и ставки дисконтирования, отсутствие отражения структуры капитала фирмы и анализа источников финансирования.

Разработаны рекомендации по применению методов дисконтирования денежных потоков (методы DCF, discounted cash flows) для оценки проектов, финансируемых с использованием заёмных средств. Эти рекомендации включили в себя более полное описание необходимых при оценке шагов, чем обычно предлагается в литературе. Одним из разделов рекомендаций служит набор конкретных методических требований к корректному расчёту показателей эффективности для некоторых часто встречающихся на практике ситуаций.

предоставляющих предприятию заём в обмен на некоторый заранее установленный доход, и государство, имеющее право на получение части прибыли компании в форме налогов.1 !

Практическая значимость исследования состоит в возможности использования предложенных в диссертации рекомендаций в практике оценки инвестиционных проектов и схем их финансирования, в частности, при разработке корпоративных регламентов обоснования инвестиционных проектов. Эти регламенты могут включать в себя заполнение такого документа как «Информационный формуляр инвестиционного проекта», который позволяет более эффективно организовать сбор и использование релевантной информации о фирме, проекте, условиях финансирования и внешней среде при выборе методов обоснования инвестиционных и финансовых решений.

Кроме того, рекомендации, предложенные в диссертации, могут быть использованы в учебном процессе в высших учебных заведениях при преподавании дисциплин «Финансовый менеджмент», «Инвестиционный менеджмент», «Оценка инвестиций», «Оценка бизнеса» и других.

Апробация основных положений диссертации проводилась на научно-практических конференциях и семинарах в Санкт-Петербургском государственном университете и Санкт-Петербургском государственном инженерно-экономическом университете.

Структура диссертации. Цели и задачи диссертационного исследования предопределили структуру диссертации, состоящей из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений.

*Во введении*обоснована актуальность темы исследования, определены цели, задачи, предмет и объект исследования, дана краткая характеристика работы, её научной новизны и практической значимости.

*В первой главе*— «Основные подходы к учёту условий финансирования при оценке фирм и капитальных проектов» — рассмотрены теоретические основания и практические проявления принципа разделения инвестиционных и финансовых решений, выявлена взаимосвязь инвестиционных и финансовых решений, и описаны три основных подхода к учёту условий финансирования при расчёте инвестиционных критериев и их основные характеристики.

*Во второй главе*— «Исследование методов оценки конечных проектов компаниями, использующими заёмный капитал» — рассмотрены особенности учёта условий финансирования при оценке конечных во времени проектов.

Продемонстрированы расхождения при оценке леверированных проектов различными методами, и описана природа этих расхождений. На этой основе выявлены факторы, определяющие особенности оценки леверированных компаний. В частности, описан механизм влияния левериджа на стоимость акционерного капитала в ситуации с налогами, и рассмотрен частный случай одногодичного проекта.

*В третьей главе*— «Выбор способов оценки проектов различных типов, финансируемых с использованием заёмного капитала» — описан опыт оценки капитальных проектов петербургскими компаниями, обобщён опыт реализации и оценки проектов в других странах. Описаны сложившиеся особенности финансирования капитальных проектов в России, и сформулирован комплекс практических рекомендаций по учёту условий финансирования при оценке фирм и проектов.

*В заключении*обобщены основные результаты исследования.

Публикации. Основные положения диссертационной работы опубликованы в 4 научных трудах общим объемом 0.8 п. л. [43, 44,45]

*Обозначения, используемые в диссертации*

ге стоимость акционерного капитала (с учётом финансового риска)

ги стоимость акционерного капитала в нелеверированной («бездолговой») фирме

га стоимость заёмного капитала

Г} безрисковая норма доходности

rWacc, Га средневзвешенная стоимость капитала

rm среднерыночная доходность

rut безналоговая норма доходности

гр доходность прибыли

гх доходность права на получение доли прибыли, принадлежащей акционерам

rt доходность права на получение налога, принадлежащего государству

V ценность фирмы (проекта) в общем случае  
Vu ценность нелеверированной фирмы

VI ценность леверированной фирмы

D, Vd ценность заёмного капитала (сумма кредита)

E, Ve ценность акционерного капитала  
*х*ставка налога на прибыль

I инвестиции, необходимые для осуществления проекта

UCF нелеверированные денежные потоки («бездолговой денежный поток»)

LCF леверированные денежные потоки

В диссертации термин «стоимость» используется в значении доходность (например, стоимость собственного капитала, cost of equity), в остальных случаях используется термин «ценность» (например, ценность собственного капитала, value of equity).

class1 **ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ К УЧЁТУ УСЛОВИЙ ФИНАНСИРО**

**ВАНИЯ ПРИ ОЦЕНКЕ ФИРМ И КАПИТАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ** class1

## Оценка инвестиционных проектов как сфера принятия решений в финансовом менеджменте компаний

К числу основных понятий, рассматриваемых в диссертации, относятся: инвестиционные решения в фирмах, типы инвестиционных проектов, финансовые решения, условия финансирования, структура капитала (леверидж), стоимость капитала, критерии обоснования (целесообразности) инвестиционных и финансовых решений, риск.

В литературе выделяются следующие виды решений в сфере корпоративных финансов (решения, принимаемые финансовыми менеджерами фирм):

1. инвестиционные решения;

2. финансовые решения;

3. решения о выплате дивидендов (дивидендная политика);

4. решения в сфере управление оборотным капиталом.

Некоторые авторы (см., например, [66, р. 8; 60, р. 2; 67, р. 5]) выделяют только три вида решений: инвестиционные, финансовые и дивидендные. Другие (например, [64, р. 3]) различают инвестиционные, финансовые решения и решения в управлении оборотным капиталом. Но, как правило, особое внимание сосредотачивается именно на первых двух видах решений. Таким образом, можно заключить, что инвестиционные и финансовые решения большинство специалистов считает ключевыми в деятельности фирмы.

Под инвестиционным решением обычно понимается решение о выборе направлений для инвестирования, то есть о выборе реальных активов для приобретения или проектов для реализации. Сюда относятся как стратегические инвестиционные решения (каким именно видом бизнеса будет заниматься фирма, в какой отрасли действовать и т. п.), так: и инвестиционные решения в рамках выбранных направлений деятельности. Г. Бирман и С. Шмидт [7, с. 12—13] проводят четкое различие между тактическими инвестиционными решениями (требующими для реализации относительно небольших денежных средств) и стратегическими инвестиционными решениями (требующими крупных сумм для реализации и могущими привести к изменению самой сферы деятельности фирмы).

С понятием инвестиционного решения тесно связано понятие проекта. Определения термина «проект» в литературе разнятся, так как, очевидно, это достаточно емкое понятие. «Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов», утверждённые Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ и Государственным комитетом РФ по строительству, архитектурной и жилищной политике [4, с. 104], определяют проект как «комплекс действий (работ, услуг, приобретений, управленческих операций и решений), направленных на достижение сформулированной цели». Широта такого определения снижает его полезность для целей изучения конкретно инвестиционных проектов, поэтому, чтобы теснее связать понятия проекта и понятие инвестиций, В. Н. Лившиц с соавторами предлагают следующее уточнение: «проект, предусматривающий (в числе других действий) осуществление инвестиций» [16, С.42].

Рассматривая типологию инвестиционных проектов, осуществляемых фирмами, различные авторы предлагают :в значительной мере схожие перечни (например, [11, с. 312—313; 26, с. 25] и др.). Обобщая имеющиеся предложения, мы считаем целесообразным выделять следующие типы проектов:

? вывод на рынок нового продукта

? предложение новой услуги

? выход на новый рынок (географический)

? обновление/расширение производства

? организация производства

? создание нового бизнеса с нуля

? расширение (например, создание нового подразделения)

? организационные изменения Под эффективностью проекта обычно понимают категорию, выражающую «соответствие результатов и затрат проекта целям и интересам его участников» [16, с. 58]. Многие специалисты разделяют эффективность проекта как такового и эффективность участия в проекте отдельных инвесторов [4, с. 13].

Обобщая мнения различных авторов (например, [66, р. 134] и др.), можно сделать вывод, что процесс принятия решения об осуществлении конкретного инвестиционного проекта за счёт соответствующих источников финансирования включает в себя обычно следующие этапы:

? выявление идеи и описание проекта;

? представление проекта в денежных терминах («определение» проекта);

? расчёт инвестиционных критериев;

? анализ полученных результатов и отбор проекта для реализации;

? мониторинг и переоценка проекта.

Особое место среди этих этапов занимает расчёт так называемых инвестиционных критериев, то есть показателей, на основе анализа которых и делается заключение о целесообразности (выгодности) или нецелесообразности осуществления рассматриваемого проекта.

Одним из важнейших критериев эффективности проекта выступает эффект проекта, то есть «превышение результатов реализации проекта над затратами, связанными с реализацией проекта, в определённом периоде времени. Эффект проекта характеризуется показателями, различающимися составом учитываемых затрат и результатов и способами соизмерения разновременных затрат и результатов» [16, с. 62]. Конкретные формы учёта результатов и затрат предопределяют конструкцию отдельных показателей эффекта и эффективности проектов.

class2 **ИЗУЧЕНИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ КОНЕЧНЫХ ПРОЕКТОВ**

**КОМПАНИЯМИ, ИСПОЛЬЗУЮЩИМИ ЗАЁМНЫЙ КАПИТАЛ** class2

## Особенности учёта условий финансирования при оценке конечных во времени проектов

Как отмечалось в главе 1, обязательными условиями корректного применения критерия чистой текущей ценности (NPV-WACC) для оценки проектов являются, в частности, постоянство всех денежных потоков проекта в течение неограниченно долгого срока, неизменность структуры капитала фирмы и совпадение систематического риска проекта и текущего среднего систематического риска фирмы. Однако на практике любое из этих условий может быть нарушено.

Кроме того, как отмечают Лёффлер [58] и другие авторы, использование методов WACC и FTE требует постоянной структуры капитала, в то время как в реальности в большинстве случаев структура капитала меняется.

Наконец, в реальных проектах значительно сложнее ситуация с риском. Во-первых, на практике долговые обязательства большинства компаний являются рисковыми, в то время как предположение ММ-И предполагает выпуск компанией безрисковых долговых обязательств (эта проблема характерна для большинства рассуждений об учёте структуры капитала). Кроме того, изменение структуры капитала неизбежно меняет и риск отдельных его компонентов, что не учитывается существующими методами.

Влияние временного горизонта оценки

Случай конечного проекта

В реальной практике проекты с неограниченным сроком практически не встречаются. Даже столь любимые экономистами проекты по запуску коммуникационных спутников в реальности составляются на срок не более 10—20 лет, поскольку физический срок службы спутников на низких орбитах редко дольше, не говоря уже об их моральном устаревании. Следует согласиться с тем, что в реальности все инвестиционные проекты имеют конечный период своей реализации.

Однако сравнение методов оценки проектов со сложной структурой капитала для проектов с конечным сроком осуществления встречается в литературе крайне редко. Хигсон [53, р. 286] продемонстрировал; что оценка такого проекта методами WACC и APV приводит к различным количественным результатам, но никак не прокомментировал это расхождение.

Сами Модильяни и Миллер пишут, что «условие о бесконечном временном промежутке совсем не так ограничительно, как это может показаться на первый взгляд. Валовой (до вычета налогов) поток денежного дохода и концепция EBIT могут быть без труда согласованы и в том случае, когда срок действия активов конечен, лишь бы этот срок был выбран таким образом, чтобы ежегодные выплаты компенсировались соответствующими поступлениями» [46, с. 139].

## Исследование опыта оценки капитальных проектов в Санкт-Петербурге

Чтобы выявить возможные тенденции практического использования различных методов оценки капитальных проектов в современной российской практике, диссертантом было проведено специальное эмпирическое исследование. Базой для исследования послужили проекты выпускников программ переподготовки по направлениям «Менеджмент» и «Финансы предприятия» в Санкт-Петербургском международном институте менеджмента (ИМИСП).

Основной целью исследования было выявление методов, с помощью которых учитьшались условия финансирования проектов различных типов в процессе оценки их эффективности. В частности, были рассмотрены такие параметры оценки, отражающие условия финансирования, как обоснование значений стоимости собственного и заёмного капитала и выбора соответствующей ставки дисконтирования денежных потоков проекта.

Кроме того, результаты исследования могут быть использованы для определения влияния различных характеристик проектов и внешней среды их осуществления на выбор того или иного подхода к учёту условий финансирования проектов.

Для достижения поставленной цели диссертантом были поставлены перед собой следующие задачи:

- собрать исходные данные;

- охарактеризовать совокупность рассмотренных проектов (объём инвестиций, валюта расчёта, сроки реализации и т. д.);

- выявить наиболее часто используемые методы оценки проектов; - определить источники информации о требуемой доходности компании и методы её расчёта;

- охарактеризовать используемые источники финансирования проектов;

- оценить влияние структуры капитала на способ оценки проектов.

База эмпирического исследования Выборка

Эмпирическое исследование охватило 61 выпускную работу, выполненную с 2001 по 2002 год. Из этой совокупности 41 работа включала в себя финансовые расчёты, связанные с оценкой инвестиционного проекта. Остальные работы бьши выполнены по тематике, не предполагавшей вьшолнение оценки проекта (например, изменение организационной структуры предприятия, оценка эффективности обучения персонала, совершенствование маркетинговых инструментов, и т. д.).

Структуризация отобранной информации о проектах