Андреев Сергей Юрьевич. Принятие финансовых решений по инвестиционным проектам : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2001 160 c. РГБ ОД, 61:01-8/2662-4

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические подходы к классификации инвестиций и регулированию инвестиционного процесса 7

1.1. Экономическое содержание и классификация инвестиций 7

1.2. Макроэкономический подход к инвестициям 17

1.3. Правовое регулирование инвестиционного процесса в Российской Федерации 24

Глава 2. Сравнительный анализ положений систем оценки финансовой эффективности инвестиционных проектов 60

2.1. Зарубежные методики оценки инвестиционных проектов 61

2.2. Отечественная методика оценки инвестиционных проектов 71

2.3. Классификация инвестиционных проектов и выбор показателя оценки финансовой эффективности .....92

Глава 3. Методические основы подготовки и принятия финансовых решений по инвестиционным проектам..... 107

3.1. Классификация финансовых решений 110

3.2. Формирование системы показателей для принятия инвестиционных финансовых решений . 120

Заключение 139

Библиография.. 144

Приложение 156

**Введение к работе**

Перемены в экономической системе России последних лет, переход от планового хозяйствования к рыночной экономике породили необходимость в адекватном развитии экономических методов, которые бы соответствовали новой экономической реальности и могли бы удовлетворять потребности предприятий в обеспечении их деятельности.

Развитие рыночной экономики, широкое распространение западных экономических моделей, привели к столь же широкому заимствованию экономических методов из зарубежной практики. В течение последних десяти лет реформ эти методы претерпевали различные изменения, адаптируясь к реалиям российской экономической жизни.

От прямых заимствований отечественная экономическая наука быстро перешла к разработке собственного методического обеспечения для оценки эффективности принимаемых решений. Работы ИТ.Балабанова, И.А.Бланка, В.В.Бочарова, И.М. Волкова, К.Ю.Воронова, В.В.Ковалева, Е.С.Стояновой и других составили основу современной российской методологической базы по оценке эффективности принимаемых инвестиционных и финансовых решений.

В то же время многие аспекты оценки эффективности принимаемых финансовых и инвестиционных решений остаются пока слабо проработанными. Прежде всего, к ним относятся вопросы оценки влияния последствий реализации инвестиционных проектов на ликвидность и платежеспособность предприятия, а также оценки возможных рисков, связанных с изменением структуры затрат и доходов с связи с реализацией проекта. Практическая значимость проблем и их недостаточная проработанность обуславливает актуальность темы диссертации «Принятие финансовых решений по инвестиционным проектам», а также цель, задачи и направления исследования.

Цель исследования - разработка научных и практических рекомендаций по принятию финансовых решений по инвестиционным проектам на предприятии в соответствии с критериями экономической эффективности.

Для реализации этой цели в диссертационной работе поставлены и решены следующие задачи:

- раскрыта сущность инвестиций как экономической категории, их значение на макро- и микроэкономическом уровне;

- классифицированы виды финансовых решений на предприятии в процессе финансирования инвестиционных проектов, определена последовательность их подготовки и принятия в соответствии с установленным критерием;

- осуществлен сравнительный анализ отечественных и зарубежных методик оценки инвестиционных проектов, критериев принятия инвестиционных и финансовых решений;

- разработаны критерии принятия финансовых решений на предприятии исходя из системы оценки эффективности инвестиционных проектов;

- разработана методика определения оптимального соотношения вложений средств в основные и оборотные активы при реализации инвестиционного проекта;

- разработана методика оценки риска реализации инвестиционного проекта.

Объект исследования - системы оценки инвестиционных проектов, используемые для принятия инвестиционных решений в области реальных инвестиций.

Предметом исследования являются методы использования систем оценки инвестиционных проектов в качестве критерия принятия инвестиционных и финансовых решений на предприятии.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в теоретическом обосновании и практической реализации системного подхода к принятию финансовых и инвестиционных решений на предприятии.

Получены следующие наиболее существенные научные результаты:

- обоснована классификация финансовых решений;

- на основе анализа нормативно-правовой базы определены основные налоговые льготы для осуществления инвестиционной деятельности предприятий, а также границы их применения;

- проведен критический анализ применяемых отечественных и зарубежных методик оценки инвестиционных проектов, на основе результатов критического анализа предложена авторская методика оценки эффективности и риска инвестиций при реализации производственных проектов на действующем и вновь создаваемом предприятии реального сектора;

- предложен метод оптимизации соотношения инвестиций в основной и оборотный капитал;

- сформулированы и обоснованы критерии оценки степени риска осуществления инвестиционных проектов по организации нового производства на действующем предприятии, предложен метод сравнительной оценки инвестиционных проектов на основе количественных показателей степени риска в зависимости от структуры затрат, связанных с их осуществлением. Практическая значимость диссертационного исследования

заключается в обосновании предложений по комплексной оценке эффективности принимаемых инвестиционных и финансовых решений в их взаимосвязи, а также учете влияния реализуемых инвестиционных проектов на показатели финансовой устойчивости предприятия и оценке финансового риска, связанного с их реализацией.

Апробация результатов диссертационного исследования.

Практическое применение предложенной системы критериев показателей

эффективности финансовых и инвестиционных решений применялось автором во время оценки эффективности инвестиционных проектов для ЗАО «Магнитогорская сталь» (Санкт-Петербург).

По теме диссертации автором опубликовано 10 работ общим объемом 2,6 печатных листов.

Работа состоит из введения, трех глав и заключения.

В первой главе рассмотрены содержание инвестиций как экономической категории, дана оценка роли инвестиционного процесса с макроэкономической точки зрения. Проанализирована нормативно-правовая база Российской Федерации, регулирующая инвестиционный процесс на предприятии. Предложена классификация инвестиций.

Вторая глава посвящена критическому анализу существующих систем оценки инвестиционных проектов, применяемых в отечественной экономической практике. Рассмотрена методика оценки инвестиционных проектов, утвержденная Министерством экономики РФ, методика оценки ЮНИДО, рекомендуемая Всемирным банком для стран в развивающейся экономикой. Выделены основные недостатки обеих рассмотренных методик, связанные с недостаточной оценкой влияния реализации инвестиционного проекта на финансовые показатели предприятия.

В третьей главе на основе теоретического и практического материала автор предлагает дополнить существующие системы оценки инвестиционных проектов для использования их в качестве критерия принятия инвестиционных и финансовых решений на предприятиях реального сектора системой показателей для оценки влияния реализации инвестиционного проекта на показатели финансовой устойчивости предприятия и оценки изменения структуры затрат предприятия в связи с реализацией проекта.

В заключении формулируются основные положения, полученные в результате проведенных в диссертации исследований.

## Экономическое содержание и классификация инвестиций

Термин «инвестиции» является относительно новым для отечественной экономической науки, хотя как экономическая категория инвестиции являлись объектом изучения и анализа на протяжении многих лет, называясь при этом иным образом и имея более узкое смысловое содержание. Целесообразно остановиться подробнее на различных определениях этого понятия, встречающихся в отечественной экономической литературе.

Официальное определение термина «инвестиции» содержится в Законе РФ «Об инвестиционной деятельности». Согласно данному нормативному акту «Инвестиции - это денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта» [3].

Данное определение носит общий характер, включая в себя все виды инвестиций. Оно определяет инвестиции как вложения, и подчеркивает, что средства вкладываются с целью поучения прибыли или достижения иного положительного эффекта.

Применительно к коммерческим организациям можно внести в указанное определение небольшое уточнение- Согласно Статье 50 Гражданского кодекса РФ, коммерческие организации преследуют извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности [1]. Поэтому для коммерческих организаций инвестиции в первую очередь связаны с расчетом на получение прибыли. В то же время можно привести пример ситуации в которой предприятие вынуждено нести затраты, не связанные с увеличением дохода, например, осуществляет вложения в очистные сооружения с целью приведения параметров своего производства в соответствие экологическим требованиям.

Важно отметить, что в Законе «Об инвестиционной деятельности» параллельно с понятием «инвестиции» сохранено и понятие «капитальных вложений». Согласно ст.1 указанного Закона, «капитальные вложения — это инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство у расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проекгпно-изыскательские работы и другие затраты» [3]. Согласно тексту определения, термин «капитальные вложения» применяется только к инвестициям действующих предприятий, причем в форме вложения в оборудование а не в форме инвестиций в ценные бумаги. По смыслу Закона РФ «Об инвестиционной деятельности», понятие «капитальные вложения» является более узким, нежели понятие «инвестиции».

Наличие в тексте закона определения «капитальных вложений» показательно с двух точек зрения. Во-первых, оно свидетельствует о непрерывности процесса развития понятийного аппарата отечественной экономической науки и гражданского законодательства, обеспечивает преемственность понятий экономики советского периода, интегрируя их в расширившиеся рамки современной экономической жизни. Во-вторых, оно соответствует принятому во многих западных экономических школах двойному смысловому наполнению термина «инвестиции».

Рассмотрим определение, данное американскими экономистами Соломоном и Принтом. Термин инвестиции имеет два значения: в более общем смысле «инвестиции — это вложения активов предприятия с целью получения будущих прибылей» и более узкое определение «инвестиции -вложения, направленные на приобретение основных средств» [152]. Второе определение является эквивалентом категории «капитальные вложения», применяемой в отечественной науке.

## Зарубежные методики оценки инвестиционных проектов

Практически все современные отечественные методики оценки инвестиционных проектов, в том числе и система оценки, предложенная Минэкономики в «Методических рекомендациях», основаны на широко распространенных показателях финансовой оценки, заимствованных из западной экономической науки. В большинстве своем эти показатели, основанные на принципе учета временной стоимости денег и использующие в расчетах принципы дисконтирования, получили развитие в последние несколько десятилетий. Определенное влияние на их развитие оказало и совершенствование механизма финансового анализа, вызванное растущим рынком финансовым инструментов.

Для более широкого охвата существующих методик оценки инвестиционных проектов и систем принятия финансовых решений, а также для понимания генезиса отечественных методик, необходимо познакомиться с зарубежными методиками.

Обзор зарубежных систем оценки инвестиционных проектов.

Системы оценки инвестиционных проектов появились в зарубежной практике существенно раньше, чем в практике российской, однако как самостоятельная наука финансовый анализ и в частности, оценка инвестиционных проектов, сформировалась относительно недавно, в отличие, например, от бухгалтерского учета, история которого насчитывает не одно тысячелетие. Отдельные разработки расчетного и теоретического аппарата финансового менеджмента велись еще до второй мировой войны. В частности, значительный вклад в развитие новых методов анализа внесли исследования Дж.Вильямса, разработавшего математическую модель оценки стоимости финансового актива [74].

Однако появление собственно финансового анализа как самостоятельной дисциплины, и в частности, оценки инвестиционной привлекательности капитальных и портфельных вложений, принято связывать в западной экономической науке с именем Г.Марковица. В опубликованных им в первой половине пятидесятых годов работах содержатся, по сути, основы методологии принятия решений об инвестировании в финансовые активы, разработан и внедрен соответствующий инструментарий.

Идеи, сформулированные Г.Марковицем в его научных трудах, носили во многом теоретический характер и представляли собой известную трудность для применения при практическом принятии финансовых решений. У.Шарп, ученик Г.Марковица, развил его научные теории, предложив более упрощенный и практически применимый математический аппарат, известный ныне под названием «однофакторной модели (Single-Factor Model)», которая позволяла принимать решения при формировании инвестиционного портфеля из множества активов.

Во второй половине пятидесятых годов огромный вклад в теорию финансового менеджмента, и в первую очередь, в развитие представлений об источниках финансирования и структуре источников хозяйственных средств предприятия внесли ученые Ф.Модильяни и М.Миллер. Их работы по теории структуры капитала до сих остаются основополагающими; считается, что их появление знаменовало собой начало существования финансового менеджмента как самостоятельной дисциплины.

В шестидесятые годы теория оценки инвестиционной привлекательности активов получила свое дальнейшее развитие. Усилиями У.Шарпа, а также Дж.Линтнера и Дж.Моссина была разработана модель доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, САРМ), увязывающая систематический риск и доходность инвестиционного портфеля [74, 152]. Несмотря на то, что впоследствии появились альтернативные модели (в частности, модель арбитражного ценообразования, ценообразования опционов и теория преференций), САРМ до сих пор остается одним из наиболее значительных достижений в части создания теоретического и расчетного аппарата для принятия решений.

## Классификация финансовых решений

Деятельность предприятий включает в себя достаточно большое количество ежедневно принимаемых решений, большая часть из которых связана с движением материальных средств или возникновением прекращением обязательств денежного характера, и которые в той или иной мере могут считаться финансовыми. К финансовым решениям относятся, по нашему мнению, все решения, которые так или иначе связаны с изменением объема и состава хозяйственных средств, находящихся в распоряжении предприятия, возникновением или прекращением обязательств имущественного характера, а также все решения, которые в той или иной мере могут повлиять на структуру и объем расходов предприятия и доходов, получаемых им от всех видов деятельности.

Необходимо сгруппировать и классифицировать финансовые решения, принимаемые на предприятии, чтобы выработать наиболее рациональные методы оценки их эффективности и экономической целесообразности. Для классификации необходимо выделить специфические признаки, общие для различных типов решений и сгруппировать их по данным признакам, с тем чтобы впоследствии учесть особенности данного конкретного типа при разработке механизмов оценки экономической эффективности.

Чтобы классифицировать финансовые решения, принимаемые на предприятии, обратимся к классификации активов предприятия (т.е. направлений вложений хозяйственных средств), используемой в бухгалтерском учете. Согласно бухгалтерской классификации, все активы предприятия можно разделить на внеоборотные активы (основные средства, машины, оборудование, вложения в другие организации) и оборотные средства (денежные средства, расчеты и прочие активы). Соответственно, и источники средств для финансирования вложений предприятия можно разделить в соответствии с бухгалтерским балансом на собственный капитал и привлеченные средства, которые, в свою очередь, делятся на долгосрочные (более одного года) и краткосрочные (менее одного года). К долгосрочным как правило относятся кредиты и ссуды на развитие капитальной базы, к краткосрочным - текущая кредиторская задолженность предприятия перед поставщиками, бюджетом и внебюджетными фондами, по оплате труда и краткосрочные ссуды и кредиты сроком погашения до одного года, выданные для пополнения оборотных средств.

Обратимся к опыту отечественных и зарубежных ученых в части классификации инвестиционных решений в области финансового управления предприятием. Американский ученый Дж.К.Ван Хорн выделяет следующие основные составляющие финансового менеджмента (принятия финансовых решений) на предприятии [55]:

1. управление оборотным капиталом, в том числе

a. принятие решений о структуре оборотных средств;

b. принятие решений о размере кредиторской задолженности] c. управление денежными средствами и вложением в ценные

бумаги, политика инкассации;

d- политика в области производственных запасов;

e. управление дебиторской задолженностью;

f. краткосрочное финансирование (ссуды под финансовые

инструменты, овердрафт и т.п.)

2. Принятие решений об инвестировании в основные средства (методики

оценки эффективности вложений и расчет стоимости капитала для

финансирования вложений и необходимого уровня прибыли на него)

3- Долгосрочное финансирование:

a. финансирование собственными средствами - политика в области

дивидендных выплат и максимизации курсовой стоимости акций

предприятия, эмиссия привилегированных и обыкновенных

акций;

b. выпуск облигаций и других долговых обязательств;

c. получение долгосрочных ссуд и кредитов;