

СТАВРОПОЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

На правах рукописи

ПЕТУХОВА НАДЕЖДА НИКОЛАЕВНА

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ В СИСТЕМЕ
СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ ОРГАНИЗАЦИЙ СТРОИТЕЛЬНОГО
КОМПЛЕКСА**

Специальность: 08.00.05- Экономика и управление народным хозяйством:
управление инновациями и инвестиционной деятельностью

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель:
Доктор экономических наук,
профессор Белоусов А.И.

Ставрополь – 2004

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	11
1.1 Современная концепция стоимостной оценки предприятия...	11
1.2 Экономическая оценка стоимости предприятия.....	46
ГЛАВА 2 СИСТЕМА ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ В РАМКАХ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ.....	58
2.1 Система факторов в концептуальной оценке стоимости предприятия.....	58
2.2 Экономические индикаторы инвестиционной привлекательности.....	72
2.3 Аналитические подходы к инвестиционным рискам и их влияние на инвестиционную привлекательность.....	82
2.4 Критерии оценки инвестиционной привлекательности.....	92
ГЛАВА 3 КРЕДИТОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ, КАК ФОРМА РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ.....	107
3.1 Моделирование системы инвестиционного кредитования...	107
3.2 Оптимизация механизма производных отчетных данных в условиях инвестиционного кредитования.....	125
ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ.....	134
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	144
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	162

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Инвестиционный потенциал является основополагающей экономической категорией в условиях рыночной экономики. Его эффективное использование, предполагает наличие альтернатив, требует осуществлять выбор ресурсов, источников финансирования, форм и способов инвестиций. Современная трактовка инвестиционной привлекательности подразумевает эффективное использование стоимостной оценки предприятия.

Вопросы, связанные с оценкой стоимости предприятия всегда находились в центре внимания. Значительный вклад в области теории и практики оценки стоимости предприятия внесли такие исследователи, как Б.В. Алахов, А.С. Бакаев, М.И. Баканов, С.Б. Барнгольц, Ю.А. Данилевский, П.С. Безруких, Н.А. Береславцева, А.Г. Грязнова, З.В. Кирьянова, О.В. Ефимова, В.В. Ковалев, Н.П. Кондраков, Я.В. Соколов, С.К. Татур, В.И. Ткач, А.Н. Хорин, А.А. Шапошников, А.Д. Шеремет, М.А. Федотова, а также зарубежные исследователи: Р. Адамс, М.Алле, А. Аренс, Х. Андерсон, Р.Антони, Л.А. Бренстайн, Й. Бетге, Дж. Блейк, Э. Бриттон, М. Ван Бреда, К. Ватерсон, Р. Дамари, Р.Е. Келли, Г. Марковиц, М. Миллер, Ш.П. Пратт, Б. Райан, Ж. Ришар, Д.Стоун, Дж. Тобин, Дж. Р. Хикс, Р. Холт, Д. Фостер и др.

Стоимостная оценка предприятия является важнейшим элементом современного инвестиционного потенциала. В мире разработано множество показателей для определения результатов работы предприятия, рассчитанных на базе отчетности и используемых экономистами для прогнозов и осуществления экономических анализов. Проблемам использования коэффициентов инвестиционной привлекательности и стоимостной оценки при анализе предприятия посвящены работы таких отечественных и зарубежных ученых, как Е.Ф. Борисова, Ю.А. Бабичева, В.В. Бочарова, Ф.М. Волкова, Д.А. Ендовицкого Л.Н. Павлова, Е.М. Шабалина, Х.Андерсна, Л.А. Бернстайна, Дж. Блейка, Э. Бриттона, М.Ван Бреда, М.Миллера, Ф. Модильяни, Б. Нидлз, Б. Райана, Ж. Ришара, Д. Стоуна, Р. Холта, К. Улоша и

др.

Однако в отечественной практике данное направление, основанное на оценке стоимости предприятия, как инвестиционного потенциала используется далеко не в полной мере. Это направление появилось в западной аналитической культуре в 90-е годы. Это связано с тем, что практически все осуществляемые предприятием операции направляются на преумножение собственности, увеличение стоимости предприятия. Чтобы приблизиться к мировому уровню, необходимо мыслить о компании в категориях ее стоимости и инвестиционной привлекательности рассчитанной на основе теории корпоративных финансов и уметь применять их для анализа компании.

Каждое решение в сфере привлечения инвестиций должно приниматься с точки зрения влияния его на стоимость предприятия в целом.

Настоящая работа посвящена исследованию вопросов оценки стоимости предприятия для определения его инвестиционной привлекательности. Появление столь значимых специфических факторов и кардинальное изменение механизма инвестиционной деятельности обнаруживают несостоятельность старых накопленных знаний, служат действенным мотивом, побуждающим исследователя к разработке более совершенных научных подходов, адекватно соответствующих новым социально-экономическим условиям хозяйствования.

Одной из характерных тенденций развития мировой цивилизации является все более набирающий силу процесс гармонизации международного финансово – учетного законодательства. Отсюда возникает реальная проблема совершенствования организационно-правовой и нормативной базы анализа инвестиций, разработка адаптивных методик оценки инвестиционной привлекательности, способность учесть оценку стоимости предприятия, специфические особенности и требования потенциальных инвесторов.

Проводимые в последние годы исследования отечественных экономистов в данной области, в основном были посвящены вопросам методики проведения анализа хозяйственной деятельности по данным отчетности

предприятий и не учитывают концепцию инвестиционной привлекательности в системе стоимостной оценки предприятия. Рассмотрение вопроса инвестиционной привлекательности предприятия на основе стоимостной оценки проводилось нами на обобщении результатов научных исследований отечественных и зарубежных специалистов внесших значительный вклад в изучение данной проблемы, таких как: В.Н. Богачев, П.Л. Виленский, Л.Т. Гиляровская, Н.М. Заварихин, В.Б. Ивашкевич, Л.В. Канторович, З.В. Кирьянова, В.В.Ковалев, В.В. Косов, В.Н. Лившиц, И.В. Липсиц, Д.С. Львов, М.В. Мельник, В.В. Новожилов, Я.В. и др., а также зарубежные авторы – В. Беренс, Ю. Брихем, Е. Грант, Д. Дин, Б. Карсберг, Д.Ф.Коллинз, С.Ким, Р. Пайк, С. Рейборн, Д. Стоун и др.

Время требует разработки новых подходов к формированию экономической информации создаваемой в рамках финансовой деятельности предприятий, используемой для принятия решений по управлению инвестициями. Первостепенное значение приобретают не только отражение данных реорганизационных преобразований, но и обоснование проведения их в комплексе с анализом внешних факторов макросреды, в том числе и возникающих рисков.

Интеграция в рамках одной системы финансовых подходов позволяет сформировать экономическую информацию, которая служит базой для определения стоимости предприятия, принятия решений в сфере привлечения инвестиций. Появление таких экономических явлений как реинжиниринг бизнес-процессов, биоинжиниринг открывают новые подходы не только к структуре производств, которые не имеют ничего общего с процессами прошлых эпох, но и новых форм анализа.

Научная и практическая значимость, недостаточная изученность обозначенных проблем предопределили выбор темы настоящего исследования, его предмет, цель, задачи и структуру.

Тема диссертации соответствует п. 4.17- Паспорта специальностей ВАК (экономические науки) – Разработка методологии, форм и способов создания

привлекательного инвестиционного климата для частных и иностранных инвесторов.

Цель работы состоит в создании моделей и методик оценки стоимости предприятий на различных фазах его жизненного цикла, разработке концепции определения инвестиционной привлекательности на основе стоимостной оценки предприятия и концепции кредитования инвестиционных проектов как формы реализации инвестиционной привлекательности. Достижение поставленной цели, предложенной в качестве общей проблемы и основополагающей концепции диссертации, обеспечивается постановкой и решением следующих задач:

- 1) Разработкой общей модели стоимостной оценки предприятия, а также основных этапов моделирования оценки стоимости предприятия, анализ соответствующих методов и показателей, используемых в рамках имущественного и коммерческого подходов.
- 2) Аналитическим исследованием информационных данных для принятия решений по управлению инвестиционным потоком, разработкой концепции стратегической оценки стоимости.
- 3) Изучением особенностей оценки стоимости предприятий различных организационно-правовых форм.
- 4) Разработкой аспектов модели оценки стоимости предприятия, с точки зрения инвестиционной привлекательности.
- 5) Изучением особенностей инвестиционного кредитования, как формы реализации инвестиционной привлекательности с учетом концепции стоимостной оценки предприятия.

Предмет и объект исследования. Предметом исследования явились проблемы теории, методологии оценки стоимости в рамках современных понятий инвестиционной привлекательности.

В качестве объекта исследования избраны модели оценки стоимости предприятия на базе ряда информационных данных. Представлен один из возможных подходов к исследованию инвестиционной привлекательности

предприятия. Этот подход был сориентирован на изучение влияния стоимостной оценки предприятия на его инвестиционную привлекательность. Расчет производился в несколько этапов. Объектом практической реализации исследований явились строительные организации г. Ставрополя.

Методология и методика исследования основывалась на трудах отечественных и зарубежных ученых по вопросам определения инвестиционной привлекательности предприятий в системе стоимостной оценки. Для решения поставленных задач в качестве инструмента использовались методы сравнительного анализа, группировки данных, метод моделирования.

В процессе исследования были изучены нормативные, методические материалы, а так же специальная литература по выбранной теме исследования. Что позволило высказать свои суждения по ряду рассматриваемых вопросов и на этой основе разработать соответствующие методики.

Научная новизна определяется основными концептуальными и методологическими решениями поставленных проблем и задач. Такая постановка проблемы и предлагаемые средства ее решения рассматриваются в рамках разработанных нами комплексных подходов к исследованию проблем оценки стоимости на базе ряда информационных данных. Научную новизну диссертации отражают следующие позиции:

- разработана классификация стоимостной оценки предприятия на основе имущественного, коммерческого, доходного подходов и систематизированы ситуации возникающие при оценки стоимости предприятия в рамках его инвестиционной привлекательности;
- определен подход к концепции кредитования инвестиционных проектов, как к форме оценки инвестиционной привлекательности;
- дано экономическое обоснование целесообразности включения процентов по инвестиционному кредитованию в себестоимость проектов;
- оптимизирован механизм актуарных производных отчетных данных и

предложена методика их использования в системе инвестиционного кредитования.

Модель стоимостной оценки обеспечивает инвесторов информацией, а также обеспечивает руководителей и специалистов предприятия производственной информацией для принятия эффективных решений в управлении инвестиционными потоками. Данная модель использует информационные потоки о внешних факторах макросреды, формируемые маркетинговыми службами, отделами управления риском и т.д.

Указанные результаты исследований, выполненных в России и изложенных в диссертации «Инвестиционная привлекательность в системе стоимостной оценки предприятий строительного комплекса» в совокупности формируют новое научное направление в области стратегической оценки стоимости, обеспечивающее теоретическое и практическое решение концепции инвестиционной привлекательности предприятий в системе стоимостной оценки предприятия. Схематично концептуальная структура стоимостной оценки предприятия представлена на рисунке А.

Практическая значимость проведенного исследования заключается в том, что его теоретические и методологические результаты доведены до практических выводов и рекомендаций. Использование результатов исследования позволит, повысит эффективность принимаемых решений в области инвестиционных процессов.

Разработанные методики оценки стоимости предприятия для определения его инвестиционной привлекательности и разработанные практические и теоретические рекомендации по вопросам инвестиционного кредитования использованы на предприятиях строительной индустрии г. Ставрополя: Ставропольский филиал «УНР-1361» Государственного предприятия 437 Военно-строительного Управления Министерства Обороны Российской Федерации, ООО «Траст-М», ЗАО «Алеф».

Апробация результатов исследования осуществлялась в ходе экспериментальных расчетов на фактическом материале строительных

предприятий г. Ставрополя. Результаты диссертационной работы используются в учебном процессе Ставропольского государственного



Рис. А Концептуальная структура стоимостной оценки предприятия

университета по специальности 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» при чтении дисциплин: «Анализ хозяйственной деятельности», «Управление инновациями и инвестиционной деятельностью», а так же в процессе их обсуждения на конференциях и семинарах.

Публикация результатов исследования. По теме кандидатской диссертации опубликовано 5 работ общим объемом 1,8 п. л.

Объем и структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, выводов и рекомендаций. Работа изложена на 170 страницах компьютерного текста и содержит 7 рисунков, 24 таблицы, 20 формул, 5 приложений.

ГЛАВА 1 АНАЛИТИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

1.1 Современная концепция стоимостной оценки предприятия

Для оценки стоимости предприятия необходимы анализ и оценка информации о макросреде (анализ нормативно-законодательной базы и изменений в ней, статистических данных об изменениях, происходящих в регионе, в отрасли и т.п., анализ конъюнктуры рынка, учет политических факторов и др.)

Холт Роберт Н. отмечает: «...концепция повышения ценности фирмы и важность комплексного анализа при принятии финансовых решений - два принципа, которые никогда не будут вытеснены новыми аналитическими приемами» [197, с.9]. Концепция стоимостной оценки предприятия должна четко прослеживаться в процессах анализа инвестиционной привлекательности, а так же в процессе управления инвестиционным потоком. Можно однозначно сказать, что такой показатель как стоимость предприятия тесно взаимосвязан с показателями инвестиционной привлекательности данного предприятия. В экономической оценке стоимость предприятия можно рассматривать на основе трех основных подходов: имущественный, коммерческий и доходный. Следовательно, на стоимость предприятия влияет целый ряд экономических показателей в прямой зависимости от избранного концептуального подхода.

Далее проведем сравнительный анализ методов, используемых в рамках каждого из подходов. Первый уровень оценки стоимости предприятия - оценка стоимости предприятия по балансу. Чистая балансовая стоимость (ЧБС) предприятия другими словами это «чистая стоимость имущества», «собственный капитал», «стоимость чистых активов», «стоимость чистых пассивов». Обычно отражение основных средств, производится по их первоначальной стоимости за минусом накопленной амортизации. Т.е. стоимость объектов основных средств изменяется с момента приобретения до отчетной даты при помощи коэффициента изменения в общем индексе цен.

При этом переоценка основных фондов не учитывается.

Чтобы оценить степень ликвидности предприятия применяют такой показатель, как стоимость чистых активов (СЧА), так как он с наименьшей погрешностью приближает данные финансового учета к рыночной стоимости предприятия. Однако величина чистых активов не дает нам представления о конъюнктуре рынка, не дает характеристику будущей прибыли.

Применительно к кредитной организации чистые активы, это активы без обязательств, т.е. собственные средства (капитал). Поэтому, вместо показателя чистых активов для кредитной организации рассчитывается показатель собственных средств (капитала), а значит, для ряда организаций их стоимость можно определить аналогично, оценив стоимость их капитала. Показателю стоимости капитала соответствует понятие «стоимость чистых пассивов». При имущественном подходе стоимость чистых активов, рассчитанная на основе отчетности, будет совпадать со значением показателя «стоимость чистых пассивов». Расчет чистых пассивов осуществляется по формуле:

$$\text{СЧП} = \text{СК} - \text{ЦФ} + \text{НДС} + \text{ДБП}; \quad \text{где} \quad (1)$$

СЧП - стоимость чистых пассивов,

СК- величина собственного капитала,

ЦФ - целевое финансирование,

ДБП - доходы будущих периодов.

Боб Райан считает, что «первоначальная стоимость представляет собой исходную цену покупки соответствующего актива, которая может существенно отличаться от его текущей стоимости как при оценке по стоимости замены, так и по стоимости реализации».[143, с.274].

Как правило, имущественного подхода для оценки стоимости капитала не достаточно. Для получения более точной оценки стоимости предприятия используются различные методы на основе доходного подхода, при котором важное значение имеет показатель стоимости чистых пассивов. Рассмотрев, данный метод оценки стоимости предприятия было бы не справедливо

отметить только его преимущества, так как он имеет и ряд недостатков.

Во-первых, стоимость компании отраженная в балансе обычно далека от рыночной, мы не видим всех ценностей предприятия принадлежащих ему на праве собственности. Как правило, в балансовый отчет не включаются нематериальные активы такие как, товарные знаки, эмблемы которыми владеет предприятие, и которые могут оказаться наиболее существенными активами. Из-за так называемых «скрытых резервов», а именно разницы между реальной и балансовой стоимостью этих видов активов, при оценке предприятия по чистой балансовой стоимости могут возникнуть проблемы, связанные с оценкой основных средств по балансу. Только с учетом всех необходимых поправок все эти неточности в оценке активов можно устранить.

Из первого, вытекает и второй недостаток, а именно не получение настоящей, истинной картины о предприятии, так как имеется искаженная информация по многим показателям.

В-третьих, низкая релевантность. Данные баланса отражают положение дел в прошлом, так как на его составление затрачено некоторое время, а следовательно его данные устаревают и не дают представления о положении дел в настоящий момент.

Недостатки данного метода отмечаются и многими учеными. Миддлтон считает, что «первоначальная стоимость, показанная в бухгалтерском балансе, неадекватна текущей стоимости средств на момент его составления» [118, С. 344]. На практике этот метод оценки может использоваться как начальный пункт, который может служить базой для анализа изменений в стоимости предприятия. При этом первоначальная стоимость предприятия сравнивается с его рыночной стоимостью.

Рассмотрим следующий метод оценки - метод скорректированной (чистой) балансовой стоимости. При данном методе при расчете скорректированной чистой балансовой стоимости (СЧБС), учитывается величина переоценки основных фондов предприятия. Скорректированная чистая балансовая стоимость достаточно надежно отражает нижнюю границу цены предприятия.

Таких показателей как, «чистая балансовая стоимость», «чистая скорректированная балансовая стоимость», «стоимость чистых активов» и «стоимость чистых пассивов» недостаточно для анализа и оценки эффективности инвестиций в данное предприятие. Так как предприятие, имеющее большой объем чистых активов, может быть оценено выше, но приносить существенно меньшую прибыль и даже быть убыточным.

Одной из разновидностей метода чистой скорректированной стоимости является метод действительной стоимости, предложенный Коласом. Под действительной стоимостью он понимает стоимость предприятия как имущественного комплекса, который генерирует результат хозяйственной деятельности.

Действительная стоимость предприятия не включает стоимость производственного имущества и отличается от активов показанных в балансе. Она отражает элементы, которые не фигурируют в активе, но участвуют в формировании результата хозяйственной деятельности. Примером может служить договор лизинга. При использовании данного подхода при включении активов, учитываемых ранее за балансом, в действительную стоимость предприятия, должны быть включены права собственности на данные активы, предусмотренные соответствующим договором.

В таблице 1 показан сравнительный анализ методов определения стоимости предприятия на базе имущественного подхода. При оценке стоимости предприятия используемый имущественный подход, служит лишь первым этапом приближения к рыночной стоимости, хотя и предполагает использование простых, нетрудоемких методов.

Наиболее обоснованную информацию о стоимости предприятия, для принятия правильных решений по использованию стоимости предприятия, дает коммерческий подход. Метод замещения, предполагает оценку активов по альтернативной стоимости и широко применяется в рамках коммерческого подхода в деятельности оценочных фирм. «Оценка активов по их

альтернативной стоимости - это величина равная стоимости замены активов на открытом рынке для фирмы, действующей как функционирующее предприятие» [143, с.273]. Если провести сравнительный анализ между методом замещения и методами чистой балансовой стоимости и скорректированной балансовой стоимости, то можно отметить следующее. Преимущества метода замещения в том, что при данном методе оцениваются также и нематериальные активы (патенты, лицензии, авторские права), учитывается стоимость создания и управления предприятием, а недостатки, в том, что он не показывает способность активов приносить прибыль.

Для действующего предприятия можно применять метод нулевой (фиктивной ликвидационной) стоимости.

В международной и отечественной учетной литературе имеются ссылки на нулевые балансы (Ли Якокка «Карьера менеджера», Генри Форд «Сегодня и завтра», Жак Ришар «Аудит и анализ хозяйственной деятельности предприятия», «Бухгалтерский учет: теория и практика», Ткач В.И., Бреславцева Н.А. «Проблемы подготовки и использования ликвидационных балансов в Российской экономике», Бетге И. «Балансоведение», Ткач В.И., Кубасова Т.О., Шумилин Е.П. «Бухгалтерский учет реорганизации, санации, покупки предприятия»). Большой научный и практический вклад в данную методологию их использования для принятия экономических финансовых и юридических решений внесли В.И. Ткач и Н.А. Бреславцева.

Методологические и практические вопросы использования нулевых балансов разработаны впервые Н.А. Бреславцевой, сделавшей первую попытку их систематизации. Профессор Н.А. Бреславцева трактует нулевой баланс как «системный учетно-аудиторский процесс управления экономическими явлениями, основанный на определении глобального финансового результата и стоимости имущества институциональной единицы на определенный момент в будущем, на основе использования принципа продолжения деятельности» [25, с.35]. По своей природе нулевой баланс является производным отчетом, одним из инструментов стратегической

Сравнительный анализ методов определения стоимости предприятия на базе имущественного подхода

Сравнительные характеристики	Метод балансовой стоимости	Метод скорректированной балансовой стоимости	Метод действительной стоимости по Коласу
1	2	3	4
Показатель оценки стоимости предприятия	Чистая балансовая стоимость (ЧБС) Стоимость чистых активов (СЧА) Стоимость чистых пассивов (СЧП)	Скорректированная чистая балансовая стоимость (СЧБС) Скорректированная стоимость чистых активов (ССЧА)	Действительная стоимость
Алгоритм расчета на базе статической теории	ЧБС = А-И-О, где ЧБС - чистая балансовая стоимость предприятия; А-активы; И-все виды износа материальных активов; О-обязательства предприятия (кредиты, займы, расчеты)	СЧБС = А-И-П-О, где А-активы; И-все виды износа материальных активов; О-обязательства предприятия (кредиты, займы, расчеты) П - переоценка фондов предприятия, ССЧА = А- И-П-О + ДБП	Бухгалтерские активы - непроизводственные активы + хозяйственные активы, не включаемые в актив= действительная стоимость брутто (ДСБ) [103,с.510] Бухгалтерские активы+Результат переоценки=Скорректированные активы-скорректированная кредиторская задолженность=Чистые скорректированные активы (ЧСА) [103. с. 509]
Алгоритм расчета на базе динамической балансовой теории	ДЧБС=ЧБС1 – ЧБС0 ДСЧА=СЧА1 –СЧА0 ДСЧП = СЧП1 – СЧА0	ДЧБСБС = ЧБСБС1 – ЧБСБС0 ДССЧА = ССЧА1 – ССЧА0 ДССЧП = ССЧП1 – ССЧП0	ДДСБ = ДСБ1 – ДСБ0 ДЧСА = ЧСА1 – ЧСА0 ДЧСП = ЧСП1 - ЧСП0
Используемые концепции оценки активов	Историческая	Смешанная	Смешанная
Преимущества подхода	- Базируется на уже известных данных - Простота - Легкая реализуемость		
Недостатки подхода	- Не позволяет определить действительную стоимость предприятия, не отражает прибыль, которую получает и может получить предприятие в будущем от использования своих активов.		

оценки стоимости. Нулевая стоимость показывает, сколько останется денежных средств после фиктивной ликвидации предприятия, а именно ту часть, выраженную в денежном выражении, которая останется после фиктивной ликвидации, предполагающей продажу активов по рыночным ценам и выплату долгов.

Нулевая ликвидационная стоимость, меньше скорректированной балансовой стоимости, на величину разницы между рыночной и балансовой стоимостью предприятия и величину фиктивных ликвидационных издержек, включающих в предполагаемые комиссионные при продаже предприятия, а также величину налоговых платежей, возникающих в процессе реализации активов. Нулевая стоимость может определять минимальную цену предприятия при его продаже в случае высокой вероятности банкротства предприятия.

Такие факторы как скорость продажи (цена реализации в случае быстрой продажи, как правило, ниже нормальной рыночной), местонахождение, степень ликвидности и другие, должны обязательно быть учтены при определении рыночных цен активов предприятия. Из полученной рыночной стоимости активов вычитают обязательства и издержки на фиктивную ликвидацию, средства направленные на расчеты с бюджетом. Нулевая стоимость может определять минимальную цену предприятия при его продаже в случае высокой вероятности банкротства предприятия. Попробуем привести к общему знаменателю уже существующие методики использования нулевой (фиктивной ликвидационной) стоимости (таблица 2, 3 и 4) при этом необходимо учитывать следующие показатели:

1. Основные принципы.
2. Стратегические моменты (потенциальные покупатели активов, имущественных прав, их положение на рынке и т.д.).
3. Тип пользователей.
4. Принятые допущения (риск потери активов, риск потери обязательств и иные допущения).

Модель нулевой ликвидационной стоимости на основе статического подхода

Разделы баланса	Тип пользователей информации		Используемые допущения (зависят от целей и требований пользователей)						Подходы к оценке предприятия			Используемый вид цен при отражении условной реализации активов	
	Внешние	Внутренние	Риск потери активов	Риск потери обязательств	ГААП	МСФО	Отечественные ПБУ	Иные допущения	Имущественный	Рыночный	Доходный	Текущие рыночные	Прогнозные текущие рыночные цены
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. Внеоборотные активы	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-
2. Оборотные активы	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-
3. Баланс	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-
4. Капитал и резервы	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-
5. Долгосрочные пассивы	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-
6. Краткосрочные пассивы	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-
7. Баланс	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-

Таблица 4

Модель нулевой ликвидационной стоимости на основе динамического подхода

Разделы баланса	Тип пользователей информации		Используемые допущения (зависят от целей и требований пользователей)						Подходы к оценке предприятия			Используемый вид цен при отражении условной реализации активов	
	Внешние	Внутренние	Риск потери активов	Риск потери обязательств	ГААП	МСФО	Отечественные ПБУ	Иные допущения	Имущественный	Рыночный	Доходный	Текущие рыночные	Прогнозные текущие рыночные цены
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. Внеоборотные активы	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-
2. Оборотные активы	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-
3. Баланс	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-
4. Капитал и резервы	-	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	-
5. Долгосрочные пассивы	-	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-
6. Краткосрочные пассивы	-	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-
7. Баланс	-	+	-	+	+	+	+	+	+	-	-	+	-

5. Подходы, используемые для оценки предприятия (коммерческий, доходный).
6. Используемый вид цен при отражении условной реализации активов (рыночные, прогнозные рыночные цены).
7. Используемую балансовую теорию.

Метод нулевой (фиктивной ликвидационной) стоимости дает предприятию следующие возможности:

- оценить стоимость чистых активов для организации эффективного управления инвестиционными потоками и глобальными финансовыми результатами;
- оценить перспективы развития предприятия;
- реализовать соответствующие экономические решения, обосновать тактику и стратегию поведения на рынке на базе произведенной оценки стоимости предприятия на основе нулевых балансов;
- оценить стоимость предприятия при реорганизационных процедурах и при проведении операционного аудита.

Следовательно, можно сделать вывод, что проведение анализа стоимости предприятия на основе метода нулевой стоимости дает возможность создать эффективную систему аудиторского, налогового и государственного контроля, финансовых результатов и функционирования инвестиционных потоков, позволит предотвращать банкротства и способствовать росту инвестиционной привлекательности.

Но рассмотренные выше методы определения стоимости предприятия имеют и недостатки. Одним из таковых, является не связанность с настоящими и ожидаемыми результатами работы предприятия, и как следствие необходимость в привлечении дополнительной информации о рыночных ценах.

Сравнительный анализ методов оценки стоимости предприятия на базе коммерческого подхода проведен в таблице 5.

Сравнительный анализ методов, используемых в рамках коммерческого подхода

Сравнительные характеристики	Метод замещения	Метод нулевого (фиктивного ликвидационного) баланса
Показатель оценки стоимости предприятия	Чистая стоимость замещения актива	Нулевая стоимость
Алгоритм расчета на базе статической балансовой теории	$ЧСЗ = Ца - Ифу - Иэ - Иф$. где ЧСЗ - чистая стоимость замещения актива; Ца - цена аналоговых активов на рынке; Ифу - функциональный износ; Иэ - экономический износ; Иф - физический износ.	$НСЧА = СЧАо + (СЧАр - СЧАо)$ СЧАр - рыночная стоимость чистых активов $НСЧП = СЧПо + (СЧПр - СЧАо)$
Используемая концепция оценки активов	футуристическая	футуристическая
Недостатки метода	<ul style="list-style-type: none"> -Замена отдельных видов активов на открытом рынке может оказаться весьма затруднительной. -Могут возникнуть трудности даже при замене основных средств, поскольку приходится делать выбор между оценкой новых или бывших в употреблении средств с тем же сроком службы и оценкой стоимости замены технологически эквивалентными активами. -Сумма отдельных активов фирмы, как правило, не равна стоимости предприятия в целом. -Не отражает прибыль, которую может получить предприятие в будущем от использования своих активов. -Необходимость привлечения дополнительных данных о рыночной стоимости активов. -Трудоемкость. 	<ul style="list-style-type: none"> -Необходимость наличия информации о рыночных ценах. -Не отражает прибыль, которую может получить предприятие в будущем от использования своих активов. -Не показывает время окупаемости инвестиций.
Преимущества метода	<ul style="list-style-type: none"> -В большей степени отражает стоимость предприятия в сравнении с имущественным подходом. -Пригоден, для оценки предприятий в условиях инфляции. -Применима, для прогнозирования перспектив развития предприятия. -Возможность разграничения результатов деятельности управленческого аппарата и эффекта от изменения цен. 	<ul style="list-style-type: none"> -Отражает нулевую рыночную стоимость. -Не требует применения метода «пробки». -Относительная простота. -Возможность компьютерной реализации в рамках существующих бухгалтерских программ. -При определенных допущениях позволяет учесть риск (риск потери активов, риск потери обязательств).

Анализ процесса создания и сохранения стоимости предприятия необходимо строить не на основе традиционного бухгалтерского отчета, а на основе стратегической оценки стоимости. Оценка же стоимости предприятия представляет интерес не только для собственников, инвесторов и кредиторов, но и позволяет оценить правильность определения налогооблагаемой базы и исчисления налогов, а так же для составления прогноза поступлений в бюджет.

Актуарная оценка бизнеса имеет целью на основе актуарных отчетных данных, составленных на разные даты установить и сравнить в динамике актуарную стоимость предприятия. В связи с этим, оценку предприятия как единого имущественного комплекса актуальнее всего осуществлять на основе актуарных аналитических выкладок.

Актуарные отчетные данные предназначены для определения и сравнения дисконтированной стоимости какого-либо предприятия в различные моменты времени. На их базе могут быть построены разнообразные модели, позволяющие оценить стоимость предприятия в настоящем и в будущем. Стоимость предприятия, определенная с помощью актуарных аналитических выкладок может являться ориентиром для определения рыночной стоимости и решений о продаже и покупке предприятий как единого имущественного комплекса, о продаже отдельных бизнес – линий, подразделений, отдельных объектов в соответствии с осуществляемой стратегией и в зависимости от фазы жизненного цикла хозяйствующего резидента.

Актуализированная стоимость предприятия равняется сумме изменения актуализированных чистых денежных потоков, которые будут получены в будущем на основе использования инвестированных капиталов. При этом, актуализированная чистая стоимость денежных потоков, определяется как разница между выручкой от реализации и расходами, относящимися к выручке, а процент актуализации равен уровню рентабельности оцениваемому, для соответствующего периода и типа предприятия.

Для проведения оценки стоимости предприятия могут применяться

различные теории. В зависимости от того, для каких целей необходима оценка и происходит выбор теории. В таблице 6 приводится алгоритм расчета стоимости чистых активов в зависимости от избранных концепций - статической или динамической.

Таблица 6

Алгоритм расчета стоимости чистых активов

Концепции оценки активов	Статическая трактовка (Расчет СЧА)	Динамическая трактовка (Расчет изменения СЧА)
Историческая оценка	$СЧА = А - О + ЦФ$	$СЧА = (А_1 - А_0) - (О_1 - О_0 + ЦФ_1 - ЦФ_0)$
Свободная оценка собственником	$СЧА = А + ДА_c - О + ЦФ$	$СЧА = (А_1 + ДА_{c1} - А_0 + ДА_{c0}) - О_1 - О_0 + ЦФ_1 - ЦФ_0$
Рыночная оценка	$СЧА = А + ДА_p - О + ЦФ$	$СЧА = (А_1 + ДА_{p1} - А_0 + ДА_{p0}) - О_1 - О_0 + ЦФ_1 - ЦФ_0$
Смешанная оценка	$СЧА = (А_{и1} + А_{п1} + ДА_p) - О + ЦФ$	$СЧА = [(А_{и1} + А_{п1} + ДА_{p1}) - (А_{и0} + А_{п0} + ДА_{p0})] - (О_1 - О_0 + ЦФ_1 - ЦФ_0)$

СЧА - стоимость чистых активов; А – активы предприятия;

О – обязательства предприятия; ЦФ - целевые финансирования и поступления;

А₀, А₁ - активы предприятия в базовом (0) и отчетном (1) периоде;

ДА_с, ДА_{с0}, ДА_{с1} - прирост стоимости активов, полученный исходя из оценки активов собственником в базовом (0) и отчетном (1) периодах;

ДА_р, ДА_{р0}, ДА_{р1} - прирост стоимости активов, полученный исходя из оценки активов по рыночным ценам в базовом (0) и отчетном (1) периодах;

А_и, А_{и0}, А_{и1} - активы, не подвергавшиеся переоценке в базовом (0) и отчетном (1) периодах;

А_п, А_{п0}, А_{п1} - активы, стоимость которых переоценивается в базовом (0) и отчетном (1) периоде;

О₀, О₁ - обязательства базового (0) и отчетного (1) периода;

ЦФ₀, ЦФ₁ - целевые финансирования и поступления в базовом (0) и отчетном (1) периоде.

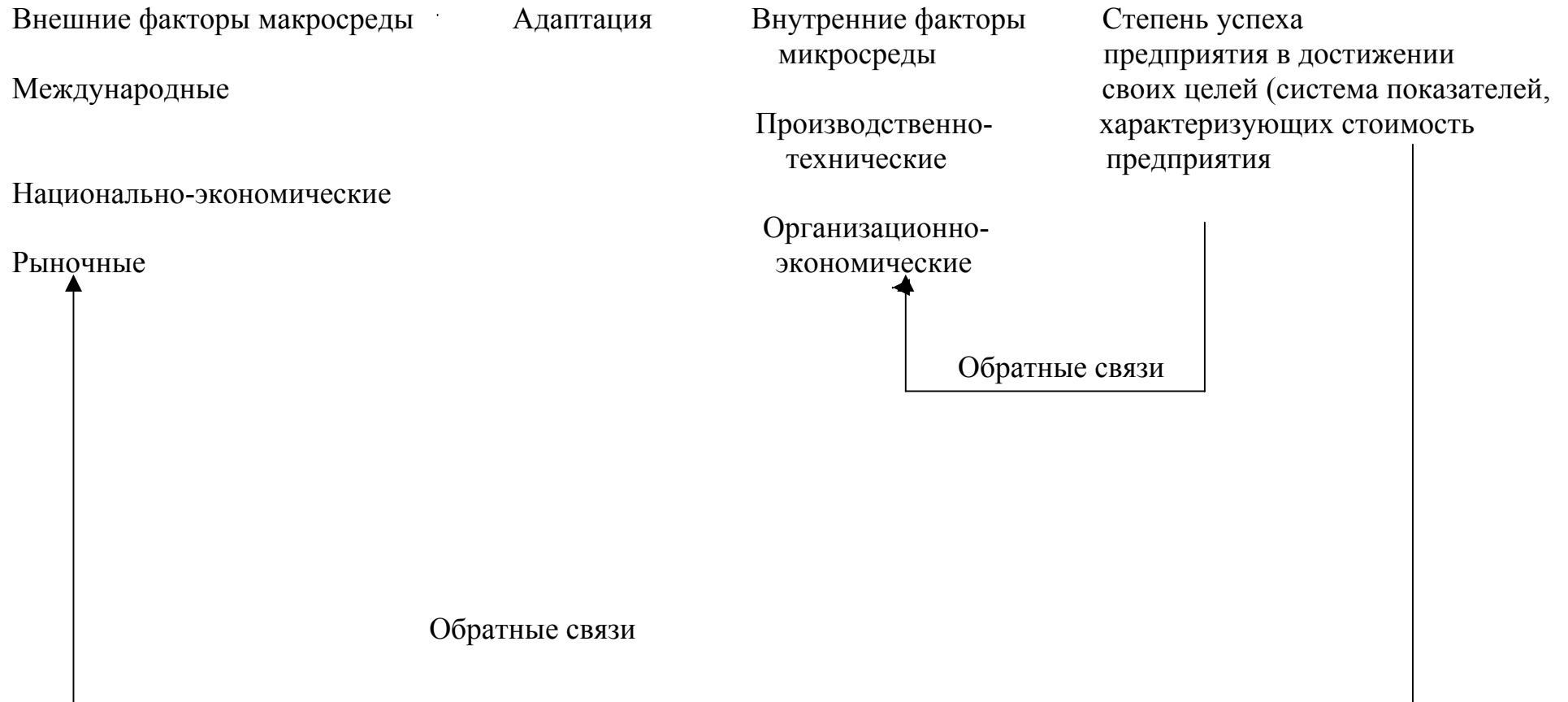


Рис. Б Факторы развития предпринимательской деятельности

Каждое предприятие, в зависимости от среды, в которой оно функционирует, определяет свои позиции для роста и успешного развития. Разработанная система факторов, оказывающая воздействие на развитие предпринимательской деятельности предприятия показана на рисунке Б.

Среда, в которой функционируют предприятия, складывается из макросреды и микросреды. Она включает в себя пять основных составных элемента:

1. Внешние факторы макросреды;
2. Внутренние факторы микросреды;
3. Обратные связи;
4. Степень успеха (неудачи) предприятия в достижении своих планов и целей в ходе осуществления предпринимательской деятельности;
5. Адаптация.

Факторы развития предпринимательской деятельности можно разделить на внешние и внутренние.

Факторы, воздействующие на развитие предпринимательской деятельности предприятия, являются внешними. Как правило, влияние предприятия на внешние факторы либо минимальное, либо и вовсе отсутствует. Пояснить это можно наличием в экономических процессах элемента неопределенности.

Внутренние факторы микросреды, наоборот, могут управляться предприятием и его сотрудниками. Их можно разделить на две группы: производственно-технические и организационно-экономические.

Производственно-технические факторы влияют на использование основных средств, производственных мощностей, имеющихся материальных, трудовых и финансовых ресурсов, определяя научно-технический уровень предприятия. Организационно-экономические факторы связаны с организацией производства и труда, управлением материальными, трудовыми, информационными, финансовыми ресурсами.

Обычно для принятия решений, руководством предприятия учитываются

внутренние факторы развития предпринимательской деятельности. Затем они более детально рассматриваются другими службами и реализуются в сфере обмена, на рынках рабочей силы, поставок, капиталов и т.д.

Степень успеха предприятия или его неудачи, т.е. его конечный результат определяется стратегией, проводимой предприятием на основе учета внутренних факторов микросреды и внешних факторов макросреды. Степень успеха или неудачи предприятия может быть охарактеризована рядом показателей. Важным оценочным показателем деятельности предприятия выступает прибыль.

Но во всем мире в системе оценочных критериев деятельности предприятий столкнулись с необходимостью переоценки роли прибыли. Только в процессе расширенного воспроизводства ориентация на увеличение прибыли может быть реальна. Мировой опыт показывает, что в условиях кризиса многие предприятия сталкиваются с усиливающимися признаками даже не простого, а суженного воспроизводства.

Главенствующую роль занимают показатели, которые характеризуют стоимость предприятия, рассматриваемого как единый имущественный комплекс. Конечный же результат хозяйственной деятельности зависит от того, насколько хорошо предприятие управляет внутренними факторами микросреды и учитывает воздействие внешних факторов макросреды, а эти факторы обычно всегда связаны с неопределенностью.

Чтобы иметь хорошие показатели и результаты своей предпринимательской деятельности, предприятие должно располагать информацией о внешних факторах макросреды, т.е. обратными связями. Данная информация может формироваться в системе риск - менеджмента, при проведении стратегического аудита.

Владея информацией о внешних факторах макросреды и продолжая использовать свои преимущества по отношению к другим организациям, предприятие должно изменять и адаптировать свою стратегию к окружающей его макросреде.

Предприятие находится в бескризисном состоянии тем больше, чем устойчивее выбранная им стратегия по отношению к условиям экономической деятельности и к параметрам микро- и макросреды. Неверная оценка влияния этих условий создает предпосылки для возникновения кризисного состояния и банкротства предприятия.

Известный во всем мире специалист по управленческому консультированию Питер Драккер отмечает: «Риски, какими бы они значительными ни были, не являются основой для действий. Они выступают в роли ограничений. Работа по закладыванию основ будущего требует время от времени проведения анализа. Следует посмотреть, насколько оправдано продолжение деятельности и каковы перспективы» [Цит. по: 53, с.287].

Провести такой анализ возможно на базе учетной информации, которая включает в себя данные стратегической оценки стоимости.

Концепция стратегической оценки стоимости согласуется с теорией рефлексивности Сороса. Сорос считает: «... мыслящий участник находится в очень трудном положении, поскольку он пытается понять ситуацию, в которой он является одним из действующих лиц. Традиционно мы отводим пониманию главным образом пассивную роль, а участию - роль активную. В действительности же обе роли взаимодействуют друг с другом, поэтому участник события не может принять решение на основе чистого, или совершенного, знания.

Классическая экономическая теория строится на предположении, что участники событий на рынке действуют на основе совершенного знания. Это предположение неверно. Восприятие участников влияет на состояние рынка, в деятельности которого они участвуют, но и поведение и состояние рынка также влияют на восприятие участников. Они не могут получить совершенного знания о рынке, поскольку их мышление само постоянно влияет на рынок, рынок влияет на их мышление. Это делает исследование поведения рынка намного более сложным, чем если бы предположение о совершенном знании было верным. В экономических процессах существует

элемент неопределенности, который был практически оставлен без внимания».

«... участники не могут ограничивать свое мышление фактами. Они должны принимать во внимание выводы всех участников, включая самих себя. Это вносит в процессы элемент неопределенности в том смысле, что мышление участников напрямую не соответствует фактам - тем не менее оно играет некоторую роль в определении хода событий. Вместо простого соответствия практически всегда существует расхождение между восприятием участников и реальным состоянием дел, а также расхождение между намерениями участников и реальным результатом их действий. Это расхождение является ключом к пониманию исторических процессов в общем и динамики финансовых рынков в частности» [Цит. по: 165, с. 81-81].

В процессе мониторинга и анализа внешней среды образуется информация, которая может быть важнейшей для использования ее в стратегической оценке стоимости. И наоборот, формирование информации при стратегической оценке стоимости применяется для осуществления мониторинга внутренней среды.

При организации мониторинга внешней и внутренней среды предприятием может использоваться анализ возможностей, ресурсов и рисков (SWOT-анализ). При этом сканирование внешней и внутренней среды предприятия на основе маркетинговых исследований, стратегического контроллинга и внутрифирменного экономического анализа особенно актуально.

Сканирование - это непрерывное упорядоченное поэлементное просматривание пространства или объекта, осуществляемое перемещением какого-либо луча или пучка лучей. В рассматриваемом случае под сканированием необходимо понимать непрерывное упорядоченное слежение за параметрами внешней и внутренней среды предприятия. Выполнение данной задачи может осуществляться группой экспертов - специалистов в области маркетинга, стратегического контроллинга, внутрифирменного

экономического анализа, риск-менеджмента, другими службами информационного обеспечения предприятия, либо входе осуществления внешнего стратегического аудита.

При построении учетных моделей стоимости предприятия необходимо учитывать фазы жизненного цикла предприятия, избранную предприятием стратегию.

Можно выделить четыре основных направления оценки стоимости предприятия, с учетом определенных фаз жизненного цикла хозяйствующего резидента, а так же общих, конкурентных и портфельных стратегий.

Оценка стоимости создаваемого предприятия это первое направление, где основой является бизнес-план предприятия, включающий в себя прогнозы: бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств.

Второе направление включает в себя оценку стоимости действующего предприятия. При проведении этой оценки используется принцип непрерывности (принцип действующего предприятия), т.е. предприятие, однажды возникнув, будет существовать вечно. Согласно данному принципу предприятие может управлять своим жизненным циклом. Решения которые принимает руководство предприятия могут быть корнями снижения перспектив, а иногда и банкротства предприятия. Большинство руководителей считает, что различные новые технологии связаны с огромными рисками. Но нововведения хоть и сопряжены с риском, но отказ от них еще более рискован.

Следовательно, необходимо принимать во внимание не только общую стратегию, но и конкурентную стратегию. На основе показателей, характеризующих стоимость предприятия, руководство предприятия должно распознавать тот предел, приближаясь к которому необходимо изменить политику, осуществить биореинжиниринг бизнес-процессов, либо остановиться и прийти к краху фирмы.

Рост и развитие предприятия может осуществляться путем его преобразования:

- развитие внутри предприятия путем реализации внутренних резервов (переход на новую S-образную кривую - процессы рефрейминга, оживления, обновления) - увеличение стоимости предприятия, происходит за счет внутренних резервов путем эффективного использования и распоряжения собственностью, а также адаптации предприятия к внешней среде путем использования обратных связей;
- развитие предприятия, осуществляемое в результате реорганизационных процедур, дивестирования (передел собственности: слияние, выделение, разделение, присоединение, преобразование организационно-правовой формы) - увеличение стоимости происходит в результате проявления синергетических эффектов, а также за счет устранения активов несовместимых с общей производственной структурой предприятия;
- комплексное развитие, предполагающее синтез двух рассмотренных выше направлений.

Третье направление - оценка стоимости реорганизуемого предприятия, так как в процессе деятельности каждое предприятие может подвергаться различным реорганизационным процедурам, которые в свою очередь могут быть направлены на реструктуризацию либо на установление корпоративного контроля.

На стадии сокращения роста предприятия может произойти его ликвидация, которая в свою очередь может быть связана либо с регрессивным развитием, т.е. нецелесообразностью дальнейшего существования, либо с выполнением всех основных задач, ради которых данное предприятие создавалось. При этом используется четвертое направление - оценка стоимости ликвидируемого предприятия.

Предприятие может рассчитывать на успех, если учетная система будет соответствовать избранной стратегии. Ведь особенности организации учетной системы предприятия для целей принятия управленческих решений, связанных с собственностью, зависят не только от фазы жизненного цикла, но и от миссии предприятия, конкурентной стратегии, стратегии управления

риском и избранной общей стратегии предприятия.

Согласно рассматриваемой трактовке в основе экономической модели оценки стоимости предприятия учитываются такие факторы как время, риск, неосязаемые активы, внешняя конкурентная сфера и внутренние особенности оцениваемого объекта с последующим определением рыночной стоимости, либо иных типов стоимости в соответствии с экономическими концепциями оценки стоимости.

Основополагающими принципами, лежащими в основе концепции моделирования учетной оценки стоимости предприятия должны быть:

- принцип достаточности используемой информации;
- принцип инвариантности используемой информации;
- принцип преемственности моделей;
- принцип эффективной реализуемости комплекса экономико-математических моделей в рамках компьютерных технологий;
- принцип адекватности системы моделей целям оценки стоимости предприятия;
- принцип достоверности и сопоставимости, используемой информации;
- принцип следящего моделирования.

Все эти принципы являются производной общих принципов системного экономико-математического моделирования и системного анализа. Рассмотрим подробнее каждый из выше перечисленных принципов.

Принцип достаточности используемой информации означает, что в каждой частной модели должна использоваться только та информация, которая известна с требуемой для результатов моделирования точностью.

Под известной информацией понимаются нормативные, справочные, прогнозные данные, данные учета. Выполнение принципа достаточности дает возможность переходить от общих моделей к более подробным постепенно уточняя и конкретизируя результаты.

Принцип инвариантности информации требует, чтобы используемая в

модели входящая информация была независима от параметров моделируемой системы, которые еще неизвестны на данной стадии исследования. Это позволит избежать при построении модели нередко встречающегося замкнутого круга, когда в модели используется информация, которая может быть известна лишь по результатам моделирования.

Принцип преемственности состоит в том, что каждая последующая модель не должна нарушать свойства объекта, установленных или отраженных в предыдущих моделях комплекса. Выбор критериев модели должен строиться на принципе преемственности при условии, что обеспечивается выполнение принципов достаточности и инвариантности, используемой информации. Соблюдение данного принципа особенно важно, так как модель оценки стоимости предприятия не может ограничиваться одной моделью. Она состоит из целой системы взаимосвязанных моделей, набор конкретных моделей определяется целями оценки.

Весьма важным в современных условиях компьютеризации является принцип эффективной реализуемости комплекса экономико-математических моделей в рамках компьютерных технологий. Принцип адекватности системы моделей целям оценки стоимости предприятия важен при формировании общей модели оценки.

Общая модель системы оценки стоимости предприятия должна включать в себя ряд подмоделей, направленных на решение различных задач и осуществляемых в различных целях. Как мы уже отмечали, различные группы пользователей информации финансовой отчетности осуществляют оценку стоимости предприятия в интересующем их аспекте. При этом конкретные цели оценки должны лежать в основе построения той или иной подмодели учетной оценки стоимости предприятия.

Принцип достоверности и сопоставимости используемой информации позволит обеспечить наиболее приближенные к реальным результаты моделирования. Наличие недостоверной и несопоставимой информации снижает качество каждой конкретной модели и подмодели, а также ценность

полученных при моделировании результатов.

Принцип следящего моделирования предполагает наличие в модели системы позволяющей отслеживать ошибки, возникающие в процесс моделирования. Данный принцип может обеспечиваться различными способами. Например, при моделировании могут использоваться авторегрессивные модели, которые способствуют более раннему обнаружению ошибок и снижению связанных с ними издержек. Данный принцип позволяет в рамках разработанной модели оценить риск возможной ошибки и ее последствия, выработать основные методы реагирования на ошибку.

Финансовое положение, результаты хозяйственной деятельности фирмы, ее инвестиционная привлекательность зависят не только от реального положения дел, но и от используемых в соответствии с законодательством и избранной учетной политикой методов оценки активов и пассивов, а также методов расчета отчетных показателей.

В настоящее время существует большое многообразие научных концепций и подходов. В связи с этим требуется систематизация взглядов на оценку стоимости предприятия и разработка алгоритма построения ее модели. При построении общей модели оценки стоимости предприятия можно выделить следующие основные элементы, которые необходимо учитывать:

1. Фаза жизненного цикла, на котором находится предприятие;
2. Концепции корпоративной стратегии (управление портфелем, реструктуризация, перенос знаний в другую область, распределение активов);
3. Типы осуществляемых стратегий (общие стратегии, портфельные стратегии, конкурентные стратегии, стратегии управления рисками);
4. Оцениваемый в рамках объекта экономический процесс, ситуация;
5. Объект модели оценки стоимости предприятия с точки зрения системного подхода;
6. Тип партнерской группы, для которой осуществляется оценка стоимости

предприятия;

7. Балансовая теория (динамическая, статическая, органическая, эволюционно - адаптивная);

8. Используемые отчетные формы;

9. Принципы формирования модели стоимостной оценки предприятия;

10. Временная направленность (прошлое, настоящее, будущее);

11. Подход к рассмотрению объекта (динамический, статический);

12. Подходы к оценке стоимости предприятия (имущественный, рыночный, доходный);

13. Научная концепция, оценки активов (историческая, футуристическая, смешанная);

14. Используемые допущения (риск потери, принцип дюрации, методы корректировки бухгалтерского баланса (исправление технических ошибок, учет инфляции и т.д.);

15. Методы оценки стоимости предприятия (бизнес-линии);

16. Показатели, характеризующие стоимость предприятия (возможно наличие системы показателей).

При формировании модели стоимостной оценки предприятия необходимо учитывать фазу жизненного цикла, в которой находится данный оцениваемый объект. Это необходимо потому, что именно она определяет отражение хозяйственных операций, наиболее характерных для различных жизненных фаз предприятия. При этом основные элементы, вошедшие в общую модель стоимостной оценки предприятия определяют многовариантность подходов. Выбор основных параметров, учитываемых при построении модели, определяется целями проводимой оценки и имеющимися исходными данными.

Комплексный подход к оценке стоимости предприятия предполагает учет основополагающих концепций на которых базируется корпоративная стратегия: управление портфелем активов, реструктуризация, перенос знаний в другую область, распределение активов. На стоимость фирмы влияют

реализуемые предприятием стратегии.

При формировании модели необходимо учесть особенности процессов, которые будут оцениваться в рамках объекта оценки стоимости предприятия. В качестве объекта может выступать юридическое лицо как имущественный комплекс, либо бизнес-линии.

Все пользователи входят в состав так называемых партнерских групп. Главным побудительным мотивом деятельности любого предприятия является «...извлечение экономических выгод, которые рассчитывает получить каждый участник экономического оборота» [202, с.81].

Характеристика основных партнерских групп приводится в таблице 7.

Таблица 7

Характеристика партнерских групп (пользователей информации) предприятия

Партнерские группы	Вклад в деятельность предприятия	Требования компенсации	Предмет анализа	Цель оценки
ВНУТРЕННИЕ ПОЛЬЗОВАТЕЛИ				
1.Администрация, руководство предприятия и его подразделений	Знание дела и умение руководить	Оплата труда и другие привилегии	Вся информация, полезная для управления.	Обеспечение эффективной деятельности. Определение целесообразности работы на данном предприятии.
2. Персонал и служащие	Выполнение работ в соответствии с разделением труда и должностными инструкциями	Зарплата и социальные условия	Финансовые результаты: форма № 2	Определение целесообразности работы на данном предприятии.

3. Собственники	Собственный капитал	Дивиденды, преумножение собственности	Финансовые результаты и финансовое положение	Обеспечение эффективного использования собственности и определение целесообразности ее дальнейшего функционирования
ВНЕШНИЕ ПОЛЬЗОВАТЕЛИ				
4. Поставщики	Поставка материальных ресурсов	Договорная цена	Финансовое положение: форма №1, форма № 2.	Оценка финансового положения
5. Покупатели	Сбыт продукции и услуг	Договорная цена	Финансовое положение: форма №1, форма № 2.	Оценка финансового положения
6. Заимодавцы	Заемный капитал	Проценты	Ликвидность баланса: форма №1, форма № 2.	Оценка финансового положения (прежде всего ликвидности)
7. Инвесторы	Заемный капитал	Доля прибыли по договору, полученная после реализации инвестиционного проекта	Финансовые результаты и финансовое положение	Обеспечение эффективной реализации инвестиционного проекта
8. Аудиторы	Аудиторские услуги, обеспечивающие достоверность финансовой отчетности	Договорная цена	Финансовое положение и вся проверяемая аудиторскими информация	Обеспечение эффективной деятельности своего предприятия, снижение аудиторского риска
9. Государственные органы	Услуги общества	Налоги и другие сборы и взносы	Финансовые результаты, их слагаемые, подтвержденные достоверно	Обеспечение эффективной деятельности государственных органов

10.Общественность		Вклад предприятия в повышение благосостояния общества, на местном, региональном и федеральном уровнях	Информация о роли и вкладе организации в повышение благосостояния общества, на местном, региональном и федеральном уровнях	Эффективное развитие экономики
-------------------	--	---	--	--------------------------------

Таким образом, для каждой партнерской группы конкретная подмодель оценки стоимости предприятия будет иметь свои особенности и будет строиться на различных источниках информации, необходимой для построения подмодели. Цели, преследуемые каждой из этих групп, также различны. Оценка стоимости предприятия базируется на различных экономических теориях: динамической, статической, органической эволюционно-адаптивной. При построении модели могут использоваться различные виды экономических отчетов, например, первичные, производные. В качестве основополагающих принципов в модели использованы следующие принципы: непрерывности деятельности; имущественной обособленности; последовательности применения учетной политики; временной определенности фактов хозяйственной деятельности; фиктивной ликвидации.

При построении нашей модели необходимо осуществить выбор информации на базе, которой будет осуществляться оценка стоимости предприятия. Эта информация может содержать данные о прошлом, настоящем или основываться на прогнозах. Эти три типа информации являются взаимодополняющими и могут использоваться при оценке и анализе бизнеса различными методами.

В соответствии с принципом адекватности системы моделей конкретные цели оценки должны лежать в основе построения той или иной подмодели стоимостной оценки предприятия, а также необходимость рассмотрения объекта оценки в статике, либо в динамике.

В практике существует различные методы оценки стоимости предприятий. Каждый из этих методов имеет свои положительные и

отрицательные качества и предполагает использование определенных показателей, характеризующих стоимость предприятия. Для реализации каждого метода необходима своя информационная база. Для использования одних методов достаточно учетных балансов, другие требуют привлечение данных аудиторского заключения, прогнозных данных.

Нами сделана попытка систематизировать методы, применяющиеся при оценке стоимости предприятия.

Таблица 8

Различные цели финансово-экономических процессов

Финансовый учет	Стратегический учет	Управленческий учет
1	2	3
Статическая трактовка (Определение стоимости): <ul style="list-style-type: none"> • балансовая стоимость • остаточная стоимость 	Финансовая информация: <ul style="list-style-type: none"> • внесение поправок • анализ трендов • прогнозирование прибыли • прогнозирование денежных потоков • прогнозирование СЧА, СЧП, ДССК и др. показателей, характеризующих стоимость предприятия 	Определение стоимости, созданной каждым сегментом бизнеса: <ul style="list-style-type: none"> • прирост СЧА • добавленная стоимость
Динамическая трактовка (Определение прибыли): <ul style="list-style-type: none"> • определение доходов • определение расходов • отнесение затрат во времени • определение прибыли 	Сравнительные данные: <ul style="list-style-type: none"> • отраслевой анализ • анализ конкурентов • экономические условия • области внесения поправок 	Показатели деятельности сегментов бизнеса: <ul style="list-style-type: none"> • выручка от реализации • финансовый результат • величина обязательств • величина капитальных вложений в основные и нематериальные активы

Органическая трактовка (Определение стоимости, прибыли): • Восстановительная (репродуктивная) стоимость • Определение прибыли (включая фиктивную)	Анализ рынков: • Динамика цены акций • Тенденции денежнх средств • Движущие силы стоимости • Модели рынка	Определение стоимости капитала: • Схемы денежнх потоков • Расчет показателей, характеризующих стоимость капитала (ДССК, и др.) • Соотношение между риском и доходностью
Формирование данных для составления эволюционно-адаптивных балансов: • База для налоговых расчетов • База для виртуальных балансов	Определение налогов (налоговый учет): • Учет действующего законодательства • Преобразование финансовой отчетности в налоговую • Расчет налогов	Формирование данных для составления эволюционно-адаптивных балансов: • База для виртуальных балансов

Для начала произведем классификацию всех существующих методов.

Оценка стоимости, осуществленная только на базе информации о прошлом и даже настоящем, отражает только ресурсный потенциал предприятия, т.е. представляет собой статическую оценку. Поэтому более надежны методы, базирующиеся на прогнозах.

При построении конкретной модели стоимостной оценки предприятия необходимо принять одну из научных концепций оценки активов: (историческая, футуристическая, смешанная) в увязке с избранной экономической теорией и подходами к оценке стоимости.

Таблица 9

Классификация методов, используемых при оценке стоимости предприятия.

Классификационный признак	Примеры методов оценки стоимости предприятия
1	2
По используемому концептуальному подходу: - имущественный - доходный - коммерческий	Метод ЧБС, ЧСБС, ЧСЗ, ЛС, НЛС. Метод дисконтирования денежнх потоков. Метод дисконтирования будущей прибыли.

	<p>Метод периода окупаемости. Метод внутренней ставки отдачи. Метод капитализации денежного потока. Метод капитализации прибыли. Метод капитализации потенциально возможных дивидендов РНС</p>
<p>По степени сложности:</p> <ul style="list-style-type: none"> - простые - сложные 	<p>ЧБС Метод дисконтирования денежных потоков. Метод дисконтирования будущей прибыли. Метод периода окупаемости. Метод внутренней ставки отдачи. Метод капитализации денежного потока. Метод капитализации прибыли</p>
<p>По способам применяемой оценки активов:</p> <ul style="list-style-type: none"> -базирующиеся на исторической оценке -базирующиеся на футуристической оценке - базирующиеся на смешанной оценке 	<p>ЧБС Метод дисконтирования денежных потоков. Метод дисконтирования будущей прибыли. Метод периода окупаемости. Метод внутренней ставки отдачи. Метод капитализации денежного потока Метод капитализации прибыли ЧБС</p>
<p>По временной направленности:</p> <ul style="list-style-type: none"> - фиксирующие прошлое - анализирующие настоящее - прогнозирующие будущее 	<p>Методы, базирующиеся на имущественном и рыночном концептуальном подходе. Метод дисконтирования денежных потоков. Метод дисконтирования будущей прибыли. Метод периода окупаемости. Метод внутренней ставки отдачи. Метод капитализации денежного потока. Метод капитализации прибыли.</p>
<p>По типу временной направленности информации, используемой для оценки бизнеса:</p> <ul style="list-style-type: none"> - базирующиеся на текущих данных о деятельности предприятия - базирующиеся на информации о будущем состоянии предприятия - базирующиеся на единстве информации о состоянии предприятия в прошлом, в настоящем и о будущем 	<p>ЧБС, ЧСБС, ЧСЗ Метод периода окупаемости. Метод чистой текущей стоимости. Метод внутренней ставки отдачи. Метод дисконтирования денежных потоков. Метод дисконтирования будущей прибыли. Метод капитализации денежного потока. Метод капитализации прибыли.</p>

Оценка активов по себестоимости является наиболее очевидной и широко распространенной. Она проста и однозначна, в этом и состоят ее основные достоинства:

- она объективна, поскольку оценка в этом случае основана на документах и

за предмет оценки действительно была выплачена (или должна быть выплачена) соответствующая сумма денег;

- вытекает из принципа двойственности, так как факты хозяйственной жизни должны быть зарегистрированы в учете в той оценке, в которой они реально происходили;

- имущество списывается по той цене, по которой оно было действительно приобретено;

- позволяет наиболее реально отразить финансовые результаты, так как на них не влияют последствия переоценки.

Однако оценка активов по себестоимости имеет существенные недостатки.

Во-первых, с течением времени она теряет свою актуальность, т.е. чем раньше был приобретен оцениваемый актив, тем менее его реальная оценка соответствует оценкам по себестоимости аналогичных активов, сложившимся к моменту фиксирования в учете. Этот недостаток еще в большей степени усугубляется влиянием инфляции.

Во-вторых, применяя оценку по себестоимости, в учете суммируются оценки активов, приобретенных в разное время, т.е. происходит агрегирование сумм, выраженных в денежных единицах различной ценности. Поэтому результаты являются, по меньшей мере, сомнительными.

Оценка активов по себестоимости позволяет исчислить индивидуальный финансовый результат, исходя из фактической стоимости их приобретения. В связи с этим была разработана футуристическая концепция оценки активов и пассивов. Реальное имущественное положение предприятия может дать лишь оценка активов по текущим рыночным ценам.

Футуристическая концепция была направлена на создание новых подходов в оценке, которые главным образом, были направлены против оценки по себестоимости. Целый ряд зарубежных ученых выступали за оценку по текущим рыночным ценам. Для германской учетной школы была характерна трактовка оценки как того или иного варианта продажной цены.

Данные по оценке во всех случаях предполагали мнимую ликвидацию предприятия и оценку имущества по текущим рыночным ценам (Ф. Фельдендорф, Ф. Щтромбек, Р. Пассов, Р. Штерн).

Именно различие двух подходов: оценки по себестоимости и оценки по текущим рыночным ценам позволили выявить на предприятии безденежную прибыль (убыток), выявленную английским ученым Лоуренсом Робертом Дикси. В результате различий в оценке по себестоимости и оценки по рыночным ценам на предприятии могут возникать ситуации представленные в таблице 10.

Таблица 10

Ситуации, возникающие на предприятии в результате различий в оценке по себестоимости и оценки по рыночным ценам

№ п/п	Ситуация	Статическая трактовка	Динамическая трактовка
1	2	3	4
1.	Рыночная цена активов возросла $A_1 > A_0$	$A_1 = A_0 + (A_1 - A_0) = K + ДК + O$ где: A_1 - активы по текущим рыночным ценам; A_0 - активы по учетным ценам; O - обязательства; K - капитал; ДК- прирост собственного капитала	$Пр = (A_1 - A_0) - O - K, (1)$ где: Пр - прирост прибыли в результате роста рыночной цены активов (безденежная прибыль); A_1 - активы по текущим рыночным ценам; A_0 - активы по учетным ценам; O - обязательства; K - капитал.
2.	Рыночная цена активов упала $A_1 < A_0$	$A_1 = A_0 - (A_0 - A_1) - K - ДК + O$, где: ДК-прирост собственного капитала	$У = (A_0 - A_1) - O - K, (2)$ где: У - безденежный убыток, полученный в результате снижения рыночной цены активов в сравнении с учетной ценой;
3.	Рыночная цена активов совпадает с учетной ценой активов $A_1 = A_0$	$A_1 = A_0 = K + O$	$K = A_0 - O, (3)$

4.	Рыночная цена активов совпадает с учетной ценой активов ($A_1=A_0$), однако отражены не все имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам	$A_1=(A_0 +NA_p)= K + ДК+O$ где: NA_p - неотраженные в балансе имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам.	$K =(A_0 + NA_p) -O, (4)$ где: NA_p - неотраженные в балансе имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам.
5.	Рыночная цена активов упала $A_1<A_0$, отражены не все имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам	$A_1 = A_0 - [(A_0 - A_1)\pm NA_p]= K +ДК+O,$ где: NA_p - неотраженные в балансе имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам.	$Y= [(A_0 - A_1)\pm NA_p] - O - K,(5)$ где: Y -безденежный убыток, полученный в результате снижения рыночной цены активов в сравнении с учетной ценой; NA_p - неотраженные в балансе имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам.
6.	Рыночная цена активов возросла $A_1>A_0$, отражены не все имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам	$A_1 = A_0 - [(A_0 - A_1)\pm NA_p]= K + ДК+O,$ где: A_1 -активы по текущим рыночным ценам; A_0 - активы по учетным ценам; O - обязательства; K - капитал, NA_p - неотраженные в балансе имеющиеся нематериальные активы	$Pr=[(A_0-A_1)\pm NA_p] -O-K, (6)$ где: Pr - прирост прибыли в результате роста рыночной цены активов (безденежная прибыль); A_1 - активы по текущим рыночным ценам; A_0 - активы по учетным ценам; O - обязательства; K - капитал, NA_p - неотраженные в балансе имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам.

В общем виде уравнение при использовании фидуристической оценки активов может иметь вид:

$$(SA_i k_i \pm NA_p) = \Pi + K, \quad \text{где} \quad (2)$$

$SA_i k_i$ - i -тые активы оцененные в текущих рыночных ценах с помощью специальных коэффициентов ($K_i = A_{ir} / A_i$);

A_{ir} - i -тые активы оцененные в текущих рыночных ценах;

A_i - i -тые активы оцененные в исторических ценах;

NA_p , - неотраженные в балансе имеющиеся нематериальные активы по рыночным ценам; Π - прибыль; K - капитал.

Существование двух концепций оценки активов привело к появлению компромиссной смешанной концепции. Суть данной концепции заключается в комбинировании оценки по себестоимости с учетом текущих рыночных цен. Так, Лами рекомендовал производить оценку предметов по себестоимости, если они сохранили стоимость и прибегать к текущей оценке, если предметы не сохранили свою стоимость.

Учеными делались неоднократные попытки сгладить различия в оценке по рыночным ценам и по себестоимости. Это нашло отражение, прежде всего, в идеях, связанных с переоценкой активов. Персоналисты были безусловными сторонниками переоценки и считали, что реалистичность достигается систематической переоценкой активов предприятия и только это позволяет избежать скрытых резервов.

Инвентарные ценности должны получить как минимум три оценки:

- 1) историческую, т.е. в фактически уплаченных ценах;
- 2) историческую, но с учетом ожидаемых доходов от этих объектов;
- 3) текущую рыночную оценку, но с учетом продажных цен фирмы.

На примере оценки очень хорошо видно, что за каждым методологическим приемом стоят интересы определенных групп. Требуя переоценки, персоналисты выражали интересы поставщиков, кредиторов, акционеров. Их волновало не то, сколько тратит администрация предприятия, а то, сколько стоит реально имущество этого предприятия. Институалисты отстаивали интересы подлинного собственника.

Д.Г. Сортер и Ч.Т. Хорнгрен обратили внимание на оценку актива и расходов, связывая ее с будущими ожиданиями и существенностью средств и расходов. Для общества важна не традиционная бухгалтерская оценка актива, расходов и прибыли, а экономическая. Первая позволяет выгодно продавать на бирже акции, вторая - оптимизировать распределение ресурсов. Актив, с точки зрения, это полные будущие расходы, имеющие следствием полные будущие доходы.

Показатели, характеризующие стоимость предприятия, как видно из

модели стоимостной оценки, могут быть многовариантными и основанными на различных типах информации. В соответствии с теорией рефлексивности Дж. Сороса наше восприятие хозяйственных ситуаций, а именно анализ и оценка стоимости предприятия взаимодействуют с участием в инвестиционных процессах и взаимно влияют друг на друга.

Восприятие участников операций по оценке стоимости влияет на внешние факторы макросреды. Внешние факторы макросреды, в свою очередь, влияют на восприятие участниками операций по оценке стоимости предприятия. Именно этот факт придает особую актуальность данной проблеме и приводит к выводу о необходимости использования концепции стратегической оценки стоимости предприятия.

1.2 Экономическая оценка стоимости предприятия

При осуществлении хозяйственной деятельности в учетных балансах отражается внесенная в качестве вклада в уставный капитал собственность и связанные с ее использованием и управлением ею процессы.

Управление собственностью наиболее широкое понятие, по сравнению с использованием собственности, так как процесс управления собственностью включает в себя функции учета, контроля, регулирования, анализа использования собственности и планирования.

Все факты хозяйственной жизни предприятия, а так же его стоимость заносятся и фиксируются в отчетных формах (таблица 11).

Однако для оценки стоимости предприятия, отчета о прибылях и убытках, недостаточно. Показатель совокупных активов (total assets), характеризующий величину стоимости, которая находится в процессе хозяйственной деятельности предприятия можно рассчитать по следующей формуле:

$$CA = BHA + OBA, \text{ где} \quad (3)$$

CA- совокупные активы; BHA - внеоборотные активы, OBA - оборотные активы.

Отражение стоимости предприятия в отчетных формах

Хозяйственные процессы	Активы	Капитал/пассивы
1	2	3
Выбытие активов, находящихся в собственности предприятия с последующим переходом права собственности	- Счета 1-5 разделов (выбытие активов и их оплата); - счета расчетов 6 раздел;	- Счета 8 радела результат выбытия (прибыль или убыток) - счета расчетов (получение авансов)
Поступление активов с переходом права собственности на них к предприятию	- счета 1-5 разделов (поступление активов и их оплата); - счета расчетов 6 раздел (оплата активов авансом);	- счета расчетов 6 раздел;
Возникновение перед кредиторами краткосрочных и долгосрочных обязательств, связанных с использованием собственности: В том числе: -обязательства перед поставщиками и подрядчиками; -обязательства по займам и кредитам; - обязательства перед персоналом по оплате труда; -налоговые обязательства; -обязательства перед дочерними и зависимыми обществами; -обязательства перед собственниками; и т.д.	счета 3, 6 разделов;	- счета расчетов 6 раздел; - счета 7, 8 разделов;
Возникновение дебиторской краткосрочной и долгосрочной задолженности, связанной с использованием собственности	- Счета 6 раздела	- счета 8 раздела

Показатель, дающий представление об источниках формирования стоимости и об обязательствах, возникающих у предприятия, представляет собой совокупные пассивы и может быть рассчитан по формуле:

$$СП = СК + ДОБ + КОБ, \quad \text{где} \quad (4)$$

СП – совокупные пассивы; СК - собственный капитал, ДОБ - долгосрочные обязательства, КОБ - краткосрочные обязательства.

В учете величина совокупных активов совпадает с величиной совокупных пассивов, т.е. $СА = СП$.

Но информации только о совокупных активах и совокупных пассивах недостаточно для принятия стратегических решений об инвестиционной деятельности. Для этого необходимо в полном объеме оценить величину стоимости предприятия. Этот подход хорошо отслеживается в классическом уравнении:

$$К = А - П, \quad \text{где} \quad (5)$$

К-капитал; А-активы; П-пассивы.

В данном случае пассивы это обязательства, за счет которых происходит уменьшение доходов, вытекающее из получения активов или услуг от других юридических лиц, принятых данным юридическим лицом в результате ранее проведенных операций или событий, произошедших в прошлом.

Иногда, величина стоимости может характеризоваться чистыми активами и чистыми пассивами. Эти показатели могут рассчитываться так:

$$ЧА = А - Об; \quad \text{где} \quad (6)$$

ЧА – чистые активы; А – активы; Об – обязательства;

или наиболее широко:

$$ЧА = (ВнА + ОбА) - (ДОБ + КОБ); \quad \text{где} \quad (7)$$

ВнА - внеоборотные активы; ОбА – оборотные активы; ДОБ – долгосрочные обязательства; КОБ – краткосрочные обязательства.

В этом случае, чистые активы равны чистым пассивам, которые в свою очередь равны величине собственного капитала ($ЧА = ЧП = СК$).

Известный немецкий экономист-бухгалтер, профессор кафедры экономики и директор Института аудиторских Мюнстерского

университета Йорг Бетге отмечал: «Собственный капитал представляет собой разницу между суммами активов и обязательств организации за минусом доходов будущих периодов. Величина собственного капитала может быть определена только после отражения и оценки остальных статей баланса». Собственный капитал предприятия, не может трактоваться каким то определенным имуществом предприятия. В учете, капитал может «выступать в конкретной или абстрактной форме как ценность или как статья для напоминания». Следовательно, с одной стороны, собственный капитал направляется на инвестиции и соответственно связан с какими-либо объектами в активе баланса, с другой - в пассиве, отражает средства находящиеся в распоряжении предприятия ни как финансовые средства, а как средства предоставленные учредителями. При возникновении организации, средства, поступающие в распоряжение от учредителей, могут быть выражены как в денежной форме, так и в имущественной, т.е. собственный капитал организации или поступает извне, или может образоваться путем накопления прибыли [26, с. 253].

Если имущество организации рассматривать как активы, а собственный капитал рассматривать как пассивы, в которые включены прибыль (убытки), краткосрочные и долгосрочные обязательства, то можно схематично рассмотреть шесть основных экономических ситуаций.

Схема №1. Стоимость чистых активов (СЧА) больше «0» и больше уставного капитала (УК), при этом уставный капитал меньше стоимости чистых пассивов (СЧП), которая больше «0».

Активы	Тыс. руб.	Пассивы	Тыс. руб.
Имущество и имущественные права	99968	Уставный капитал	3105
		Прибыль	8032
		Совокупные обязательства	88831
Баланс	99968	Баланс	99968

$$\text{СЧА} = 99968 - 88831 = 11137 \text{ тыс. руб.} \quad \text{СЧА/УК} = 11137/3105 = 3,6 \text{ раза}$$

$$\text{СЧП} = 3105 + 8032 = 11137 \text{ тыс. руб.} \quad \text{УК/СЧП} = 3105/11137 = 0,28$$

При данной схеме мы видим эффективное использование собственности, а именно ее прирост. Перед нами схема расширенного воспроизводства.

На каждый рубль уставного капитала приходится 3,6 руб. чистых активов. Уставный капитал составляет в совокупных активах 28%.

Схема № 2. Стоимость чистых активов (СЧА) меньше «0» и меньше уставного капитала (УК), при этом уставный капитал больше стоимости чистых пассивов (СЧП), которая меньше «0».

Активы	Тыс. руб.	Пассивы	Тыс. руб.
Имущество и имущественные права	99968	Уставный капитал	3105
		Убытки	-5012
		Совокупные обязательства	101875
Баланс	99968	Баланс	99968

$$\text{СЧА} = 99968 - 101875 = -1907 \text{ тыс. руб.}$$

$$\text{СЧП} = 3105 + (-5012) = -1907 \text{ тыс. руб.}$$

При данной схеме в уставный капитал предприятия вложено 3105 тыс. руб. Совокупные чистые активы составляют -1907 тыс. руб. Внесенные в уставный капитал средства в размере 3105 тыс. руб. не будут возвращены учредителям. Обязательства предприятия могут быть погашены за счет личных средств учредителей, при этом потери собственников составят 1,6 руб. на каждый вложенный рубль.

В данном случае показан пример неэффективного использования собственности, кризисное состояние предприятия.

Схема № 3. Стоимость чистых активов (СЧА) меньше «0» и меньше уставного капитала (УК), при этом уставный капитал больше стоимости чистых пассивов (СЧП), которая меньше «0», но стоимость чистых активов и чистых пассивов меньше суммы уставного капитала (УК), долгосрочных и

краткосрочных обязательств.

Активы	Тыс.руб.	Пассивы	Тыс.руб.
Имущество и имущественные права	99968	Уставный капитал	3105
		Убытки	-18795
		Совокупные обязательства	115658
Баланс	99968	Баланс	99968

$СЧА = 99968 - 115658 = -15690$ тыс. руб. $У/УК = -18795/3105 = -6,05$

$СЧП = 3105 + (-18795) = -15690$ тыс. руб.

Перед нами также показан пример неэффективного использования собственности, кризисное состояние организации и необходимость ее ликвидации.

В уставный капитал предприятия было внесено 3105 тыс. руб. Стоимость чистых активов, при данной схеме, составила -15690 тыс. руб. Это означает необходимость погашения обязательств в размере 15690 тыс. руб. за счет личных средств учредителей. Собственники на каждом вложенном рубле потеряли 6,05 рублей. Внесенные в уставный капитал средства в размере 3105 тыс. руб. не будут возвращены учредителям в виду отсутствия источника.

Схема № 4. Стоимость чистых активов (СЧА) равна «0» и меньше уставного капитала (УК), при этом уставный капитал больше стоимости чистых пассивов (СЧП) которая равна «0».

Активы	Тыс.руб.	Пассивы	Тыс.руб.
Имущество и имущественные права	99968	Уставный капитал	3105
		Убытки	-3105
		Совокупные обязательства	99968
Баланс	99968	Баланс	99968

$СЧА = 99968 - 99968 = 0$ тыс. руб.

$СЧП = 3105 + (-3105) = 0$ тыс. руб.

При схеме № 4 собственность использовалась неэффективно, в уставный капитал предприятия внесено 3105 тыс. руб. $СЧА = 0$ руб. Уставный капитал

полностью «проеден». Внесенные в уставный капитал средства в размере 3105 тыс. руб. не будут возвращены учредителям, при этом потери собственников составляют 1 руб. на каждый вложенный рубль.

Схема № 5. Стоимость чистых активов (СЧА) больше «0» и меньше уставного капитала (УК), при этом уставный капитал больше стоимости чистых пассивов (СЧП), которая больше «0».

Активы	Тыс.руб.	Пассивы	Тыс.руб.
Имущество и имущественные права	99968	Уставный капитал	3105
		Убытки	-1552,5
		Совокупные обязательства	98415,5
Баланс	99968	Баланс	99968

$$\text{СЧА} = 99968 - 98415,5 = 1552,5 \text{ тыс. руб.} \quad \text{СЧА/УК} = 1552,5/3105 = 0,5 \text{ раз}$$

$$\text{СЧП} = 3105 + (-1552,5) = 1552,5 \text{ тыс. руб.} \quad \text{УК/СЧП} = 3105/1552,5 = 2$$

В данной схеме мы видим частичное использование уставного капитала и отсутствие прироста стоимости. Предкризисное состояние предприятия. При расчете получено, что уставный капитал составляет в совокупных активах 200%, на каждый рубль уставного капитала приходится 0,5 руб. чистых активов, а потери учредителей составляют 0,5 руб. на каждый вложенный рубль.

Схема № 6. Стоимость чистых активов (СЧА) и чистых пассивов (СЧП) больше «0» и равна уставному капиталу (УК).

Активы	Тыс.руб.	Пассивы	Тыс.руб.
Имущество и имущественные права	99968	Уставный капитал	3105
		Совокупные обязательства	96863
Баланс	99968	Баланс	99968

$$\text{СЧА} = 99968 - 96863 = 3105 \text{ тыс. руб.} \quad \text{СЧА/УК} = 3105/3105 = 1 \text{ раз}$$

$$\text{СЧП} = 3105 \text{ тыс. руб.} \quad \text{УК/СЧП} = 3105/3105 = 1$$

На примере данной схемы мы видим простое воспроизводство, использование собственности не приносит ни прибыли, ни убытков.

Стоимость чистых активов, рассчитанная с использованием имущественного подхода, характеризует величину собственности в стоимостном выражении, подлежащую распределению между учредителями (при СЧА больше 0). Отрицательное значение стоимости чистых активов свидетельствует о процессах неэффективного использования собственности

Рассмотрев, выше изложенные схемы можно сделать следующие выводы: используя имущественный подход стоимость чистых пассивов характеризует величину собственного капитала, которой соответствует прирост собственности в стоимостном выражении ($СЧП > УК$), или характеризует величину потерь собственников в результате неэффективного использования собственности ($СЧП < УК$).

Необходимо помнить тот факт, что приведенные схемы не принимают во внимание того, что вклад в уставный капитал является инвестиционным проектом с определенными денежными потоками. Поток денежных средств можно охарактеризовать размером, направлением и временем. Если не брать в расчет временную стоимость денежных потоков, как в выше приведенных схемах, то потери учредителей будут фактически определены с погрешностью, а именно будут занижены.

Нами рассмотрена более простая схема расчета чистых активов и пассивов. Чистые активы, это показатель, который применяется довольно широко во всем мире, и определяется путем разницы между суммой активов, взятых в расчет, и суммой обязательств, так же взятых в расчет.

Для того чтобы наиболее эффективно и достоверно дать характеристику стоимости предприятия, необходимо определить и оценить конкретные показатели. Эти показатели могут быть определены на основе учетных данных. Обычно, для оценки стоимости предприятия применяется подход, при котором предприятие рассматривается как имущественный комплекс. В.И. Ткач справедливо отмечает: «... без умения правильно, объективно и быстро оценивать стоимость любого бизнеса становится невозможным создание среднего класса собственников, устойчивое и динамичное развитие

рыночных отношений, предотвращение финансовых, пирамид, экономических катастроф и беззакония, недоверия партнеров и инвесторов, а в конечном итоге - создание законного и честного экономического микро- и макроклимата». [172, с. 5].

На основе отчетных форм или отдельных данных, заимствованных из них, определяются основные показатели стоимости предприятия, необходимые для управления инвестициями (таблица 12).

Таблица 12

Основные показатели стоимости предприятия как имущественного комплекса

Статический подход	Динамический подход
ЧБС – чистая балансовая стоимость	ДЧБС – чистая балансовая стоимость
СА - совокупные активы	ДСА - совокупные активы
СП - совокупные пассивы	ДСП - совокупные пассивы
СЧБС - скорректированная стоимость чистых активов	ДСЧБС - скорректированная стоимость чистых активов
ЧСЗ - чистая стоимость замещения	ДЧСЗ - чистая стоимость замещения
СЧА - стоимость чистых активов	ДСЧА - стоимость чистых активов
СЧП – стоимость чистых пассивов	ДСЧП – стоимость чистых пассивов
НСЧА – нулевая стоимость чистых активов	ДНСЧА – нулевая стоимость чистых активов
НСЧП - нулевая стоимость чистых пассивов	ДНСЧП - нулевая стоимость чистых пассивов
ССК - стоимость собственного капитала	ДССК - стоимость собственного капитала
СВССК - средневзвешенная стоимость собственного капитала	ДСВССК - средневзвешенная стоимость собственного капитала
РССК - рыночная стоимость собственного капитала	ДРССК - рыночная стоимость собственного капитала

Если рассмотреть статический подход, то становится наглядным, что показатели характеризуют стоимость предприятия в целом, без детализации. Тогда как показатели, рассчитанные на базе динамического подхода, характеризуют прирост стоимости в результате хозяйственной деятельности предприятия за определенный период времени. При определении стоимости, предприятие может рассматриваться как единый имущественный комплекс. В современном мире широко используется подход, связанный с оценкой совокупности прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих ожидаемые с некоторой вероятностью будущие доходы, другими словами, «бизнес-линии». Этот вид деятельности можно рассматривать, как вид приносящий операционные доходы. При этом, основываясь на управленческом учете, который дает возможность оценивать определенные виды деятельности и отслеживать направляющую стоимости каждого из них, можно определить стоимость предприятия. «Потенциал организации представляет ее реальную или вероятную способность выполнить целенаправленную работу» [143, с. 61]. Именно потенциал предприятия и является предметом оценки стоимости предприятия (рисунок В).

Потенциал предприятия, с экономической точки зрения, представляет собой активы и источники их образования, и их умение приносить в результате деятельности финансовые результаты.

На общий потенциал предприятия оказывает большое влияние совокупность ресурсных и действующих потенциалов на основе отдельных сегментов бизнеса, которые лучше изучать и анализировать на базе статической отчетности.

Активы, находящиеся в собственности предприятия и источники их образования тесно взаимосвязаны и являются составляющими ресурсного потенциала. Первостепенной составляющей ресурсного потенциала является такой показатель, как чистые активы.

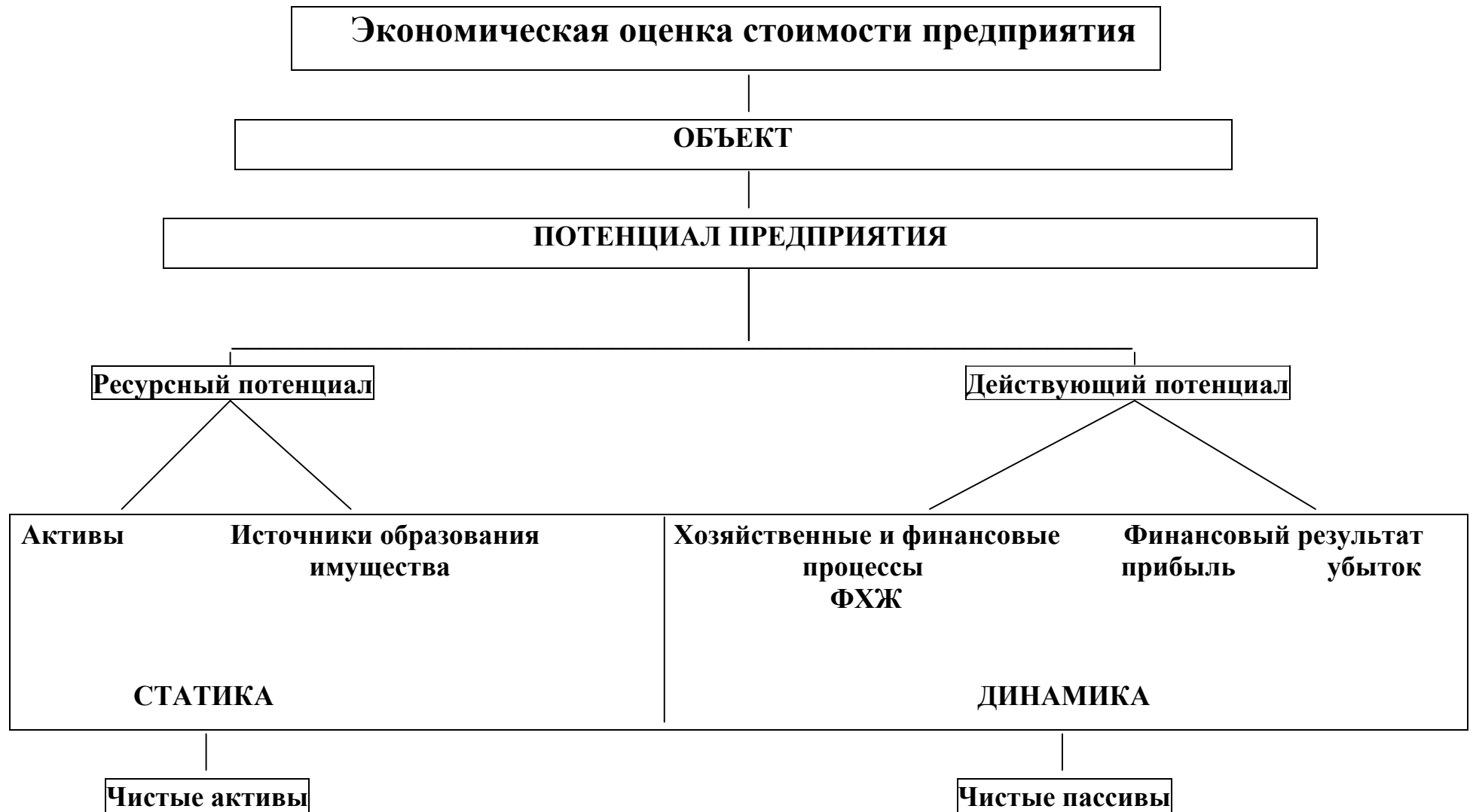


Рис.В Предмет экономической оценки предприятия

Но различные финансово-хозяйственные процессы, происходящие в жизни, постоянно влияют на изменение объема и структуры активов предприятия. Действующий ресурсный потенциал фиксируется в динамической отчетности, при этом он может характеризоваться и таким показателем, как чистые пассивы. Работающий ресурсный потенциал представляет собой действующий потенциал, а его результатом является формирование финансового результата предприятия.

Достоверная, оперативная и полная информация о предприятии необходима для принятия не только финансовых решений, но и для принятия верных решений в области осуществления инвестиционных проектов.

ГЛАВА 2 СИСТЕМА ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ В РАМКАХ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ

2.1 Система факторов в концептуальной оценке стоимости предприятия

С точки зрения теории экономической динамики, разработанной Дж. Р. Хиксом «предприниматель максимизирует дисконтированную стоимость планируемых прибылей, либо он максимизирует дисконтированную стоимость планируемых чистых поступлений» [197, с. 315].

Таким образом, для предпринимателя стоимость предприятия определяется главным образом его будущими доходами. Деятельность предприятия можно представить как серию будущих денежных потоков, возникающих в результате оценки стоимости предприятия. Эмпирические данные свидетельствуют о существовании устойчивой зависимости между дисконтируемым денежным потоком и рыночной стоимостью предприятия.

Стоимость предприятия при данном подходе может быть определена на основе показателя стоимости чистых пассивов (СЧП). Знание стоимости чистых пассивов позволяет управлять процессом привлечения капитала из различных источников, соблюдая при этом интересы собственников, эффективно управлять собственностью. Расчет СЧП ведется на основе синтеза коммерческого и доходного подходов. Показатель стоимости чистых активов характеризует величину активов, остающуюся в распоряжении предприятия после погашения всех обязательств, т.е. величину собственности (либо обязательств собственников перед кредиторами) приходящуюся на долю учредителей (участников) при условии ликвидации предприятия. Такой информации недостаточно, ведь менеджеров и потенциальных инвесторов в большей степени волнуют вопросы, связанные с доходностью собственного капитала.

Таким образом, менеджеры и инвесторы предпочитают определять величину чистых пассивов, исходя из будущих доходов. Данный вывод подтверждается теоремой: стоимость любой фирмы определяется

исключительно ее будущими доходами и совершенно не зависит от структуры ее капитала. При СЧП, превышающей величину капитала, стоимость чистых пассивов характеризует величину обязательств перед собственниками, с учетом будущих доходов, а также с учетом погашения всех обязательств, связанных с использованием собственности, т.е. величину собственности (включая ее прирост в результате осуществления хозяйственной деятельности) приходящуюся на долю учредителей (участников) при условии ликвидации предприятия.

Следует учитывать, что концепция СЧП пригодна к использованию не на всех стадиях жизненного цикла предприятия. На стадии спада и последующей ликвидации предприятия данный подход неприемлем. Данный подход невозможно использовать, когда предприятие является заведомо убыточным. В этих ситуациях достаточно определить величину СЧА в рыночных ценах по рассмотренной выше методике.

При использовании коммерческого подхода стоимость чистых активов не совпадет со стоимостью чистых пассивов. Это связано с тем, что рыночной оценке стоимости чистых активов будут подвергаться активы. Для расчета стоимости чистых пассивов будет рассчитана цена собственного капитала. При расчете СЧП используются методы, базирующиеся на доходном концептуальном подходе и позволяющие определить прибыль, которую получает и может получить предприятие в будущем от использования своих активов, либо дисконтированную стоимость планируемых чистых поступлений.

Некоторые авторы (Боб Райан) предлагают оценивать базовый потенциал фирмы, т.е. «ее реальную или вероятную способность выполнить целенаправленную работу» [143, с.61]. Он считает, что «для увеличения стоимости предприятия необходимо находить и принимать проекты, которые дают прибавку чистой приведенной стоимости фирмы. Он предлагает использовать различные стратегии, которые характеризуются различными уровнями параметров NPV (чистая приведенная стоимость)/затраты и риска.

Статистические методы прогнозирования чистого дохода

Имеющаяся информация	Метод	Преимущества	Недостатки
<p>Короткий динамический ряд: -Имеется один уровень, касающийся отчетного периода</p> <p>-Имеются несколько прошлых уровней</p> <p>-Имеются несколько прошлых уровней, наличие стационарного динамического ряда (const-ряд не имеет тенденции к росту или падению)</p> <p>-Имеются несколько прошлых уровней, наличие динамического ряда, имеющего тренд</p>	<p>Метод «наивного прогноза»</p> <p>Определение среднего дохода по средней арифметической</p> <p>Определение средневзвешенного дохода (метод Р. Брауна)</p> <p>Метод Холта</p>	<p>Простота</p> <p>Простота</p> <p>Простота, большая точность</p> <p>Простота, легкая реализуемость</p>	<p>Сильно зависит от случайностей</p> <p>Разным периодам придается один и тот же вес</p> <p>Субъективность при установлении весовых коэффициентов, возможность использования только при наличии стационарного динамического ряда</p> <p>Возможность использования только при наличии нестационарного динамического ряда</p>
Длинные динамические ряды	Методы, основанные на использовании моделей динамики	Возможность реализации на ЭВМ	Сложности в сборе исходной информации, необходимость оценки полученных результатов на предмет возможности их использования

Нами проведена систематизация и анализ методов, позволяющих оценивать дисконтированную стоимость чистых планируемых поступлений, либо определить прибыль, которую получает и может получить предприятие в будущем от использования своих активов.

Особенностью всех методов, основанных на определении будущих доходов является то, что все они базируются на прогнозах, требуют обоснования нормы дисконта и приведения будущих доходов к настоящему моменту.

Метод капитализации дохода базируется не на оценке активов, а на определении ожидаемых доходов предприятия. Основной информации для данного метода является форма № 2 «Отчет о прибылях и убытках», а также данные внутрипроизводственного учета. Суть этого метода заключается в определении величины ежегодных чистых доходов предприятия и соответствующей этим доходам нормы капитализации.

На основе этих показателей производится расчет цены предприятия, приносящего данный объем чистых доходов. Под чистым доходом понимается сумма чистой прибыли и амортизации.

Для проведения расчетов можно использовать данные о доходах за несколько периодов в прошлом и прогнозы на ближайшее будущее. Например, могут быть использованы данные о доходах за два ближайших периода в прошлом, за текущий период и за период в будущем. Обработка, полученной информации, с целью получения данных о чистом доходе, может производиться различными методами (таблица 13).

Если в распоряжении имеется короткий стационарный динамический ряд, то базовый показатель дохода предприятия может быть получен как среднее арифметическое за этот период.

Например, предприятие в каждый из четырех периодов имеет следующие доходы:

Таблица 14

Периоды	Доходы, млн. руб.
1-й	0,7
2-й	0,8
3-й	0,9
4-й	1,1

Средний доход предприятия равен:

$$\frac{0,7+0,8+0,9+1,1}{4} = 0,88 \text{ млн. руб.}$$

Если аналитик считает, что для прогноза будущих доходов наиболее важны доходы за последние периоды, то он может вести расчеты по методу Р. Брауна, предполагающего использование весовых коэффициентов для расчета средневзвешенного дохода предприятия.

Доход, млн. руб.		Весовой коэффициент	
0,7	x	1	= 0,7
0,8	x	2	= 1,6
0,9	x	3	= 2,7
1,1	x	4	= 4,4
			9,4

Средневзвешенный доход равен: $9,4 : 10 = 0,94$ млн. руб.

Если тенденция динамики доходности сохранится и на перспективу, то величина дохода может быть определена на основе моделей динамики с использованием метода регрессионно-корреляционного анализа. Например, используется уравнение тренда следующего вида:

$$y_i = a + b \cdot x_i, \quad \text{где} \quad (8)$$

y_i – доход в i -том году;

x_i – i -тый год и его вес;

a и b – коэффициенты уравнения, равные

$$a = \frac{\sum y - b(\sum x)}{n}; \quad (9)$$

$$b = \frac{n \cdot (\sum xy) - (\sum x) \cdot (\sum y)}{n \cdot (\sum x^2) - (\sum x)^2} ; \quad (10)$$

где n- число предметов наблюдения.

Определим величину дохода по тренду в нашем примере (таблица 15).

Таблица 15

Расчет трендовой кривой, определяющей величину чистого дохода
предприятия

X	Y	X ²	XY
1	0,7	1	0,7
2	0,8	4	1,6
3	0,9	9	2,7
4	1,1	16	4,4
X=10	Y=3,5	X ² = 30	XY = 9,4

$$b = \frac{4 \cdot 9,4 - 10 \cdot 3,5}{4 \cdot 30 - 10^2} = \frac{37,6 - 35}{120 - 100} = \frac{2,6}{20} = 0,13$$

$$a = \frac{3,5 - 0,13 \cdot 10}{4} = \frac{2,2}{4} = 0,55$$

$$y_i = 0,55 + 0,13 \cdot x_i$$

$$y_1 = 0,55 + 0,13 = 0,68$$

$$y_2 = 0,55 + 0,13 \cdot 2 = 0,81$$

$$y_3 = 0,55 + 0,13 \cdot 3 = 0,94$$

$$y_4 = 0,55 + 0,13 \cdot 4 = 1,07$$

По этим двум точкам y_1 и y_4 строится трендовая кривая, по которой определяются прогнозные значения чистого дохода (приложение 1). Рассмотренные методы требуют наличия информации за предыдущие периоды. Причем для построения уравнения регрессии необходимо иметь в

наличии длинный динамический ряд. В то же время использование короткого динамического ряда существенно снижает качество прогнозирования показателей прибыли.

На необходимость использования доходного подхода обратил внимание Соколов Я.В. Доходный подход и в частности, концепция дисконтированных денежных потоков имеет важнейшее значение в оценке инвесторами всей деятельности предприятия, или собственниками частных предприятий, ее использование для оценки отдельных видов активов предприятия, но вызывает сомнение по следующим причинам:

- ожидаемые денежные поступления в целом подчиняются вероятностным распределениям, которые зависят от конкретных методов их прогнозирования;
- ряд методов прогнозирования носит субъективный характер (например, методы экспертных оценок);
- ставки дисконта следует скорректировать с учетом фактора риска, а результаты таких расчетов трудно разъяснить инвесторам.

В специальной литературе, нормативных и законодательных актах отсутствует однозначная трактовка понятия «собственный капитал». Профессор Й. Бетге выделяет следующие виды собственного капитала: расчетный собственный капитал, балансовый собственный капитал, действительный собственный капитал.

В России согласно Федеральному закону об акционерных обществах, об обществах с ограниченной ответственностью, понятие собственный капитал отождествляют с понятием «чистые активы», которые в свою очередь характеризуют стоимость предприятия.

Однако нами было уже показано, что равенство: $СЧА = СЧП = СК$ обеспечивается лишь при использовании имущественного подхода. Собственника интересует в большей степени, не данные о стоимости предприятия, а производные от нее показатели.

Профессор Хорин А.Н. отмечает: «Оценка собственного капитала организации с точки зрения ее учредителя важна, потому, что она служит основой для расчета большого числа производных показателей, выражающих экономический интерес собственника» [202, с.84].

Нами предложена следующая система показателей для предприятий (за исключением акционерных обществ) (таблица 16).

Таблица 16

Основные показатели, рекомендуемые для оценки собственниками
предприятий различных организационно-правовых форм
(за исключением акционерных обществ)

№ п/п	Организационно-правовая форма предприятия	Рекомендуемый показатель
1	2	3
1	Полное товарищество	СЧА(может определяться различными методами согласно с решениями учредителей: по традиционному балансу, по текущим рыночным ценам, в смешанной оценке), СЧП на одного участника полного товарищества;
2	Товарищество на вере	СЧА, СЧП на одного участника полного товарищества в рыночных ценах; (СЧА, СЧП – стоимость вкладов вкладчиков/ число полных товарищей);
3	Общество с ограниченной ответственностью	СЧА, СЧП на одного участника ООО, нераспределенная прибыль на одного участника ООО;
4	Общество с дополнительной ответственностью	СЧА, СЧП на одного участника ОДО;
5	Производственные кооперативы	СЧА, СЧП на одного пайщика производственного кооператива;
6	Унитарное предприятие, основанное на праве хозяйственного ведения	СЧА, СЧП
7	Унитарное предприятие, основанное на праве оперативного управления (федеральное казенное предприятие)	СЧА, СЧП

Акционерные общества по способу формирования уставного капитала существенно отличаются от рассмотренных выше предприятий. Показатели СЧА и СЧП в данном случае интересны для руководителей, менеджеров. Собственникам на практике для оценки стоимости открытого акционерного общества используется показатель рыночной капитализации, т.е. совокупного курса обыкновенных акций.

Собственники рассчитывают целый ряд производных показателей, выражающих экономический интерес собственника (таблица 17).

Таблица 17

Показатели, характеризующие стоимость предприятия (по К.Уолшу).

№ п/п	Показатель	Алгоритм расчета
1	2	3
1.	Рыночная капитализация компании	Число акций x Рыночный курс акций
2.	Стоимость акций	-Номинальная стоимость; -Балансовая стоимость; -Рыночная стоимость.
3.	Прибыль на одну акцию	Прибыль после выплаты налогов/Число акций
4.	Дивиденды на одну акцию	Сумма дивидендов на обыкновенные акции/Число акций
5.	Коэффициент покрытия дивидендов	Прибыль на одну акцию/Дивиденд на одну акцию
6.	Коэффициент выплат дивидендов	Дивиденд на одну акцию/ Прибыль на одну акцию
7.	Полная доходность акций	Прибыль на одну акцию/Курс акций
8.	Текущая доходность акций	Дивиденд на одну акцию/Курс акций
9.	Кратное прибыли	Курс акций/ Прибыль на одну акцию
10.	Кратное балансовой стоимости акций	Рыночная капитализация/Собственный капитал

Наличие собственников, владеющих обыкновенными, привилегированными акциями делает необходимым организовать анализ в разрезе данных групп собственников. Так профессор Хорин А.Н. рекомендует следующие показатели для оценки стоимости собственного капитала собственниками.

Таблица 18

Показатели для оценки стоимости собственного капитала собственниками
(по Хорину А.Н.)

Группа пользователей отчетности	Показатель	Методика расчета
1	2	3
1.Владельцы привилегированных акций	1.Процентная ставка по привилегированным акциям ($i_{пр}$); 2.Сумма дивидендов, начисляемых по привилегированным акциям ($Div_{пр}$); 3.Рыночная цена привилегированных акций (фактические затраты на их приобретение акционерными ($PM_{пр}$).	$i_{пр} = Div_{пр} : PM_{пр}$, где $i_{пр}$ – процентная ставка доходности по привилегированным акциям; $Div_{пр}$ – сумма дивидендов, начисленных по привилегированным акциям; $PM_{пр}$ – рыночная цена привилегированных акций (фактические затраты на их приобретение акционерными
2.Владельцы обыкновенных акций	1. Дивиденды, начисляемые и выплачиваемые по обыкновенным акциям; 2. фактические затраты на приобретение собственником обыкновенных акций; 3. чистая прибыль; 4. собственный капитал фирмы.	1. $Div_{об}$; 2. PM ; 3. NP ; 4. E .
3. Владельцы акций	1.Средняя цена акционерного капитала; 2.Цена собственного капитала;	$i_a = i_{пр}[PM_{пр}/PM] + i_{об}[PM_{об}/PM]$, где PM - фактические затраты акционеров, которые они понесли в связи с приобретением акций (сумма уставного капитала и эмиссионного дохода). $i_e = i_a[PM/E] + ROE[E'/E]$, где i_e – цена собственного капитала организации; E – собственный капитал организации;

		<p>E' - прочие статьи собственного капитала организации кроме уставного капитала и эмиссионного дохода (фонд накопления, добавочный капитал, резервный капитал, нераспределенная прибыль прошлых лет и отчетного года);</p> <p>ROE – средний показатель рентабельности собственного капитала.</p>
--	--	---

Однако действующая отчетность не содержит всей необходимой информации для расчета чистой реинвестированной прибыли. В связи с этим акционеры, владеющие как обыкновенными, так и привилегированными акциями могут рассчитать такие показатели, как средняя цена капитала, цена собственного капитала.

В настоящее время существуют четыре важнейших метода определения стоимости собственного капитала:

1. метод дивидендов (dividend approach);
2. метод доходов (earnings approach);
3. метод оценки риска (risk assessment approach), основанный на модели определения цены капитальных активов (capital assets pricing model –CAPM);
4. метод добавленной стоимости акционерного капитала (ДСАК) (shareholder value added, SVA).

Сравнительная характеристика выше перечисленных методов приводится в приложении 2.

Остановимся более подробно на особенностях метода CAPM. Модель определения цены капитальных активов (CAPM) – составная часть более широкой теории, известной как теория рынка капитала.

Долгое время оставалась неразрешенной проблема количественного определения зависимости степени риска и соответствующего ей уровня рентабельности инвестиции. Решению этих актуальных и по настоящее время вопросов предшествовала большая исследовательская работа в области теории инвестиционного портфеля. Основные принципы портфельного анализа сформулировал Гарри Марковиц. Через некоторое время, в 1958г.

Джеймс Тобин впервые обосновал использование безрисковой ставки рентабельности в оптимизации портфеля инвестиций. Используя результаты, полученные Г. Марковицем и Д. Тобином, в середине 60-х годов Уильямом Шарп и Джон Линтнер разработали модель оценки капитальных активов (САРМ), которая впервые позволила количественно соизмерить уровень риска и рентабельности.

Несмотря на ряд серьезных теоретических допущений, снижающих ее практическое использование, САРМ – эта модель получившая мировое признание и описывающая взаимосвязи, формирующиеся в том случае, если проведение инвесторов соответствует рекомендациям портфельной теории. Данная модель определяет премию за риск компании, соотнося ее прошлые доходы или доходы отрасли, в которой она действует, с поведением рынка в целом. В основе данной модели лежит предположение, что систематический риск (возможность получения ожидаемых результатов ниже, чем предполагалось ранее, вызванная макроэкономическими факторами риска) финансовых активов зависит от того, насколько они чувствительны к колебаниям в уровне рентабельности рыночного портфеля инвестиций. Модель предназначена для оценки затрат на акционерный капитал отдельного предприятия. В этой модели состояние активов характеризуется денежными потоками, возникающими в каждом из возможных событий, и коэффициентами текущей стоимости с поправкой на риск.

Модель САРМ рассчитана на один период и не предполагает в перспективе изменения риска и доходности. Она предполагает, что отдельные инвестиции не влияют на уровень сложившихся цен. Инвестор может вложить свои средства в акции с доходностью, равной ставке по безрисковому приложению капитала.

Для построения САРМ используется статистическая методика, позволяющая получить обобщенную оценку поведения различных отраслей и фирм в целом на рынке. Для каждого соотношения исчисляется переменная

величина β , которая измеряет коэффициент ковариации между динамикой курсов акций на фондовом рынке и динамикой курсов акций данной фирмы.

Ковариация – это статистический показатель, который характеризует меру схождения в динамике, амплитуде и направлении изменений двух рассматриваемых величин.

Метод CAPM включает в себя три основных элемента:

1. Ставка доходности безрисковых активов.
2. Показатели средней доходности акций по рынку в целом за определенный период.
3. Показатель риска рассматриваемой акции. Риск определяется не как общие колебания доходов, а как коэффициент между доходами по конкретной акции и по активам средней степени риска. Показатели риска в форме ковариации ставки дохода по конкретной акции с рыночной ставкой дохода называется коэффициентом β (бэта).

Метод CAPM определяет стоимость обыкновенных акций как комбинацию доходности по безрисковым вложениям и премии за риск – корректировки на риск конкретной компании.

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f), \quad \text{где} \quad (11)$$

k_e – стоимость капитала (ставка доходности);

R_f – ставка доходности по безрисковым вложениям;

R_m – среднерыночный уровень доходности обыкновенных акций;

β – ковариация доходности по ценным бумагам данной компании и по рынку ценных бумаг (мера систематического риска).

В практической деятельности компании используют значения β – коэффициентов, рассчитываемых специализированными агентствами. Они называются «исторически сложившимися». Коэффициенты β , рассчитываемые на основании данных о структуре капитала и характеристиках деятельности фирмы, называют фундаментальными.

В качестве ставки доходности по безрисковым активам используют обычно фактическую доходность государственных облигаций. Для

определения того, какая доходность соответствует определенному уровню риска необходимо знать среднерыночную доходность (R_m) и относительный уровень риска. Коэффициенты β меняются со временем, r_f зависят от срока погашения соответствующей ценной бумаги.

Поэтому точное применение модели капитализированных активов весьма проблематично. В модели CAPM коэффициент β характеризует меру риска ценной бумаги i и отражает системный риск, возникающий в результате колебаний доходности на всем рынке ценных бумаг. Величина β это число, на которое умножается разница между ожидаемой доходностью по среднему портфелю и ожидаемой доходностью от безрисковых вложений. Показатель β больше 1, если относительный риск по акции превышает среднерыночный, и меньше 1, если относительный уровень риска ниже среднего. В практической деятельности компании используют значения β – коэффициентов, рассчитываемых специализированными агентствами. Они называются «исторически сложившимися». Коэффициенты β , рассчитываемые на основании данных о структуре капитала и характеристиках деятельности фирмы, называют фундаментальными.

В случае, когда β не рассчитана по причине отсутствия достаточных исторических данных, чтобы ее получить, должна быть произведена экспертная оценка.

Чтобы это сделать, исследователи используют такие правила:

1. Компания, у которой риск равен среднему риску по акциям, обращающимся на рынке, имеет значение β , равное 1. Это означает, что изменение стоимости ее акций в точности соответствует средним условиям рынка.
2. Компания, у которой риск меньше, чем средний уровень риска по акциям, обращающимся на рынке, имеет значение β , меньшее 1. Когда β меньше 1, это означает, что стоимость акций будет изменяться в том же направлении, что и весь рынок, только не так значительно.

3. Компания, у которой риск больше, чем на рынке в целом, имеет значение β , большее, чем 1. Это означает, что стоимость ее акций будет изменяться в том же направлении, что и средний рыночный индекс, но в больших размерах.

Бета предприятий коммунальных услуг может быть равна 0,6, а β растущей высокотехнологичной компании может быть 2 или больше. Фирма с очень низким уровнем риска имеет и небольшое значение β , а фирма с высоким уровнем риска – больше 1. Формула CAPM предполагает, что фирмы компенсируют высокий риск высокими доходами, и наоборот, что является следствием умножающего эффекта β .

CAPM широко используется для определения уровня, требуемого инвесторами, и, следовательно, затрат компании на привлечение путем продажи ценных бумаг инвесторам. Поскольку CAPM требует ряда экспертных допущений, получаемые с ее помощью результаты обычно более точны, чем результаты, получаемые методом дисконтирования дивидендов.

Использование CAPM в России ограничено рамками отраслей (нефтегазовая, нефтехимические отрасли, электроэнергетика, связь, металлургический комплекс, лесная и целлюлозно-бумажная промышленность). Это объясняется более или менее активным обращением акций предприятий данных отраслей на фондовом рынке и относительной доступностью информации о ценах реальных сделок по ним.

2.2 Экономические индикаторы инвестиционной привлекательности

Для подготовки и реализации действенной инвестиционной политики необходимы четкое и однозначное определение критериев оценки инвестиционной ситуации в стране и ее регионах, разработка методического аппарата, адекватного экономическим реалиям, и его последовательное применение. Согласно наиболее общему определению, “инвестиции - средства, вкладываемые с целью получения последующего результата прибыли и дохода как важнейших критериев результативности операционной,

финансовой и инвестиционной деятельности хозяйствующих субъектов рыночной экономики. Такой точки зрения придерживаются отечественные ученые Е.Ф. Борисов, Ф.М. Волков и Ю.А. Бабичева, В.В. Бочарова, Л.Н. Павлова, Е.М. Шабалин, а также зарубежные исследователи В. Беренс и П. Хавранек, Б. Нидлз, Н.Сейтц, Р. Холт.

Макроэкономический подход характеризуется рассмотрением целей инвестирования не с позиции конкретного хозяйствующего субъекта, а с позиций экономики в целом. Согласно этому подходу инвестиции должны быть направлены на увеличение объема функционирующего в экономической системе капитала, причем приобретение ранее использованных активов не считается инвестициями, а всего лишь «переводом активов с одного счета на другой» [108, с.183-184]. Показательным является тот факт, что последователями такого подхода являются в большинстве своем западные ученые, специализирующиеся на исследовании проблем макроэкономики. Российским экономистам наиболее известны Э.Д. Долан, Д. Линдсей, К. Кэмпбел, К. Макконнелл и С. Брю.

Обычно разграничивают два вида инвестиций:

- 1) “инвестиции, направляемые на приобретение, создание и модернизацию средств производства”, т.е. “капиталообразующие инвестиции”;
- 2) “инвестиции, направляемые на приобретение активов, ценных бумаг, произведений искусства, банковских депозитов и др.” - финансовые инвестиции.

В совокупности понятий, формирующих состояние инвестиционной сферы, или иначе - инвестиционный климат в экономике, системообразующей категорией является инвестиционная привлекательность страны в целом, региона, отрасли, предприятия. Инвестиционная привлекательность - система или сочетание различных объективных признаков, средств, возможностей, обуславливающих в совокупности потенциальный платежеспособный спрос на инвестиции в данную страну, регион, отрасль, предприятие. В зависимости от временного горизонта анализа, управления и прогнозирования могут быть

выделены текущая и перспективная инвестиционная привлекательность предприятия. Значительная часть факторов инвестиционной привлекательности и выражающих их показателей является общей для всех или для большинства структурных уровней экономики. Таковы, например, объем внутренних инвестиционных ресурсов предприятий, темпы изменения прибыли и объемов промышленного производства, доля убыточных предприятий в общем их количестве по определенной отрасли промышленности.

Такой несомненный фактор инвестиционной привлекательности, как частота и диапазон изменений Банком России ставки рефинансирования, применим лишь для измерения динамики инвестиционной привлекательности страны в целом (макроэкономический уровень).

Уровень инвестиционной привлекательности предприятия состоит из двух компонентов - уровня инвестиционного потенциала и уровня неспецифических (некоммерческих) инвестиционных рисков. Содержание инвестиционного потенциала, формируемого рядом экономических, социальных и природно-географических факторов, не вызывает особых вопросов. Этого нельзя сказать об инвестиционных рисках. В общем виде инвестиционные риски можно определить как возможность или вероятность полного или частичного неполучения результатов осуществления инвестиций, планируемых участниками инвестиционного проекта.

Инвестиционная активность предприятия - реальное развитие инвестиционной деятельности в виде инвестиций в основной капитал на предприятии.

Взаимосвязь инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности для каждого из структурных уровней носит характер корреляционной зависимости: инвестиционная привлекательность является обобщенным факторным признаком (независимой переменной), а инвестиционная активность - зависимым от него результативным признаком (зависимой переменной).

Совокупность инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности составляет инвестиционный климат на предприятии.

В состав сводимых частных показателей, которые непосредственно и в наибольшей мере (по данным корреляционного анализа) формируют инвестиционную активность предприятия (иными словами - несущие максимальную факторную нагрузку), включаются лишь инвестиционнозначимые факторы. Перечень таких показателей может меняться вследствие перехода предприятия в другой этап развития.

Ввиду того, что количественная характеристика инвестиционной привлекательности предприятия, в частности, инвестиционных рисков не зависит от количества сотрудников или величины площади данной фирмы, частные факториальные показатели могут выражаться только в виде относительных величин — душевых, долевых, темповых и т.д., а в некоторых случаях - балльными оценками. Следовательно, и сводный (интегральный) показатель может быть только относительной величиной.

В исследованиях и прикладных разработках применяются четыре основных метода интегрирования числовых значений частных показателей, характеризующих инвестиционный климат, инвестиционную привлекательность, инвестиционные риски и т.д.

Наиболее часто, применяется свод по сумме мест, занимаемых каждым предприятием по соответствующим показателям. Этот метод является самым простым, наглядным, но одновременно и наименее точным. Действительно, ранговое место (по сумме мест) определяет лишь расстановку, или ранжирование объектов исследования по критерию “лучше, хуже, еще хуже” и т.д. Из этого не видно, на сколько одно предприятие привлекательнее, предпочтительнее другого или на сколько одно предприятие “рискованнее” другого, ибо между предприятиями, занимающими последовательные порядковые номера, различие может быть и весьма большим, и незначительным. Ранговое место этого не показывает, и, следовательно,

степень познания объекта исследования является в этом случае довольно низкой.

В отличие от этого метода, другие три - средняя геометрическая, многомерная средняя и метод “Паттерн” (Pattern) - позволяют определить интегральные уровневые характеристики.

Принципиальное значение имеет установление степени тесноты корреляционной связи между текущей инвестиционной привлекательностью (независимая переменная) и текущей инвестиционной активностью (зависимая переменная), как объективного критерия достоверности определенных в работе интегральных уровней инвестиционной привлекательности предприятий.

Наиболее общим понятием, характеризующим инвестиционные процессы, является инвестиционный климат. Инвестиционный климат предприятия представляет собой сложившуюся за ряд лет совокупность различных социально-экономических, природных, экологических, политических и других условий, определяющих масштабы (объем и темпы) привлечения инвестиций в основной капитал данного предприятия. Инвестиционный климат состоит из двух компонентов - инвестиционной привлекательности предприятия и инвестиционной активности. Инвестиционная активность предприятия представляет собой интенсивность привлечения инвестиций в основной капитал. Инвестиционная активность может быть фактической, и прогнозной.

Инвестиционная привлекательность предприятия представляет собой совокупность различных объективных признаков, средств, возможностей и ограничений, обуславливающих интенсивность привлечения инвестиций. В зависимости от временного горизонта анализа, управления и прогнозирования (так же, как и в случае с инвестиционной активностью) выделяются фактическая, в том числе текущая (т.е. за последний отчетный период), и прогнозная инвестиционные привлекательности предприятия.

Инвестиционная привлекательность определяется состоянием внутренней и внешней среды организации. Классически внутренняя среда определяется структурой, кадрами, технологией и задачами деятельности организации. Внутренняя же среда объекта инвестирования имеет собственные характеристики, которые определяют ее эффективность и инвестиционную привлекательность. Однако она полностью поглощена внешней средой, основные компоненты которой, влияют на решение потенциального инвестора. Отличительная черта этих компонентов - объективность, т. е. состояние окружающей системы не зависит от оценки потенциального инвестора, и определяется оно по ее социальным, экологическим и экономическим параметрам.

Если рассмотреть пример, где объектом инвестирования является отдельное предприятие, то потенциального инвестора интересует в первую очередь состояние конкурентной среды на территории объекта, а именно финансово-экономическое, техническое состояние конкурентов. Данные факторы называют «точечными». Инвестиционная привлекательность, исходя из смысла слова «привлекательность», является понятием субъективным. Она определяется субъективным восприятием объекта инвестирования потенциальным инвестором. Так как инвестиционная привлекательность определяется внутренней и внешней средой объекта инвестирования, то процесс инвестирования можно представить как процесс перехода инвестиционных ресурсов из одной среды в другую. Инвестиционные ресурсы существуют в виде финансовых средств или в виде основных или оборотных фондов.

Отметим некоторые положения для определения понятия «инвестиционная привлекательность».

1. Инвестиционная привлекательность отражает субъективное отношение потенциального инвестора к объекту инвестирования.

2. Если объектом исследования является отдельная организация, то ее инвестиционная привлекательность определяется параметрами

эффективности инвестирования и зависит от совокупности свойств внешней и внутренней среды объекта инвестирования.

3. Если объектом исследования привлекательности является территория или регион, то инвестиционная привлекательность для инвестора определяется ресурсной обеспеченностью (территориальные факторы) и конкурентной средой («точечные» факторы).

Поэтому инвестиционная привлекательность определяется совокупностью свойств внешней и внутренней среды объекта инвестирования, определяющих возможность граничного перехода инвестиционных ресурсов.

Между инвестиционной активностью на предприятии и его инвестиционной привлекательностью существует причинно-следственная связь: инвестиционная привлекательность является обобщенным факториальным признаком (независимой переменной), а инвестиционная активность - результативным признаком (зависимой переменной).

Таким образом, инвестиционная привлекательность - аргумент (P), а инвестиционная активность - функция (A) инвестиционной привлекательности. Соответственно, могут быть установлены тип и параметры этой объективно существующей зависимости, т.е. может быть подобрана функция $P = f(A)$.

Объективным критерием обоснованности методики оценки инвестиционной привлекательности является степень тесноты корреляционной связи между инвестиционной привлекательностью предприятия и инвестиционной активностью на нем, выражаемая величиной коэффициента корреляции, а также коэффициентом эластичности и др.

Если в результате применения методики достигаются высокий уровень коэффициента корреляции и низкий уровень стандартной ошибки в регрессионном уравнении $P = f(A)$, то такая методика определения инвестиционной привлекательности может быть признана вполне обоснованной. Необходимо четко различать понятия абсолютной и

относительной инвестиционной привлекательности предприятий. Понятие «абсолютная привлекательность» относится к рассмотрению конкретного, четко специфицированного инвестиционного проекта.

В этом случае инвестиционная привлекательность предприятия в абсолютном значении положительна в том случае, когда NPV (чистая текущая стоимость - net present value) за весь амортизационный цикл выше 0. Понятие «относительная инвестиционная привлекательность» всегда предполагает базу сравнения. Это может быть:

- среднеотраслевая инвестиционная привлекательность;
- сравнение с другими предприятиями отрасли;
- сравнение с некими нормативными (заданными заказчиком) значениями.

Поэтому для оценки инвестиционной привлекательности предприятий предварительно четко специфицируем следующие моменты.

1) Что является базой оценки:

- другие предприятия (ограниченный перечень);
- заданные потенциальным инвестором целевые показатели окупаемости инвестиций (срок окупаемости, простая норма прибыли, чистая текущая стоимость, внутренняя норма рентабельности);
- среднеотраслевая отдача на инвестированный капитал.

2) Производится ли оценка инвестиционной привлекательности предприятий для конкретного инвестиционного проекта или этот момент не определен.

3) Производится ли оценка инвестиционной привлекательности предприятий для фиксированных сумм инвестиций или этот момент не определен.

4) Производится ли оценка привлекательности для кредитного финансирования или институционального финансирования.

5) Накладываются ли инвестором ограничения по:

- срокам окупаемости инвестиций;
- минимальной отдаче на инвестируемый капитал;
- ликвидности капитальных вложений;
- предельным суммам финансирования;

6) Каков качественный характер финансирования (инновации, модернизация, поддерживающие инвестиции).

7) Каково дополнительное обеспечение (залог, минимальный остаток на счете, аккредитив и пр.).

Без четкого прояснения данных моментов оценка инвестиционной привлекательности предприятий теряет смысл.

В основе экономической модели оценки стоимости предприятия учитываются такие факторы как время, риск, неосязаемые активы, внешняя конкурентная сфера и внутренние особенности оцениваемого объекта с последующим определением рыночной стоимости, либо иных типов стоимости в соответствии с экономическими концепциями оценки стоимости. Нами предложена усовершенствованная система экономических показателей инвестиционной привлекательности, которые представлены в таблице 19.

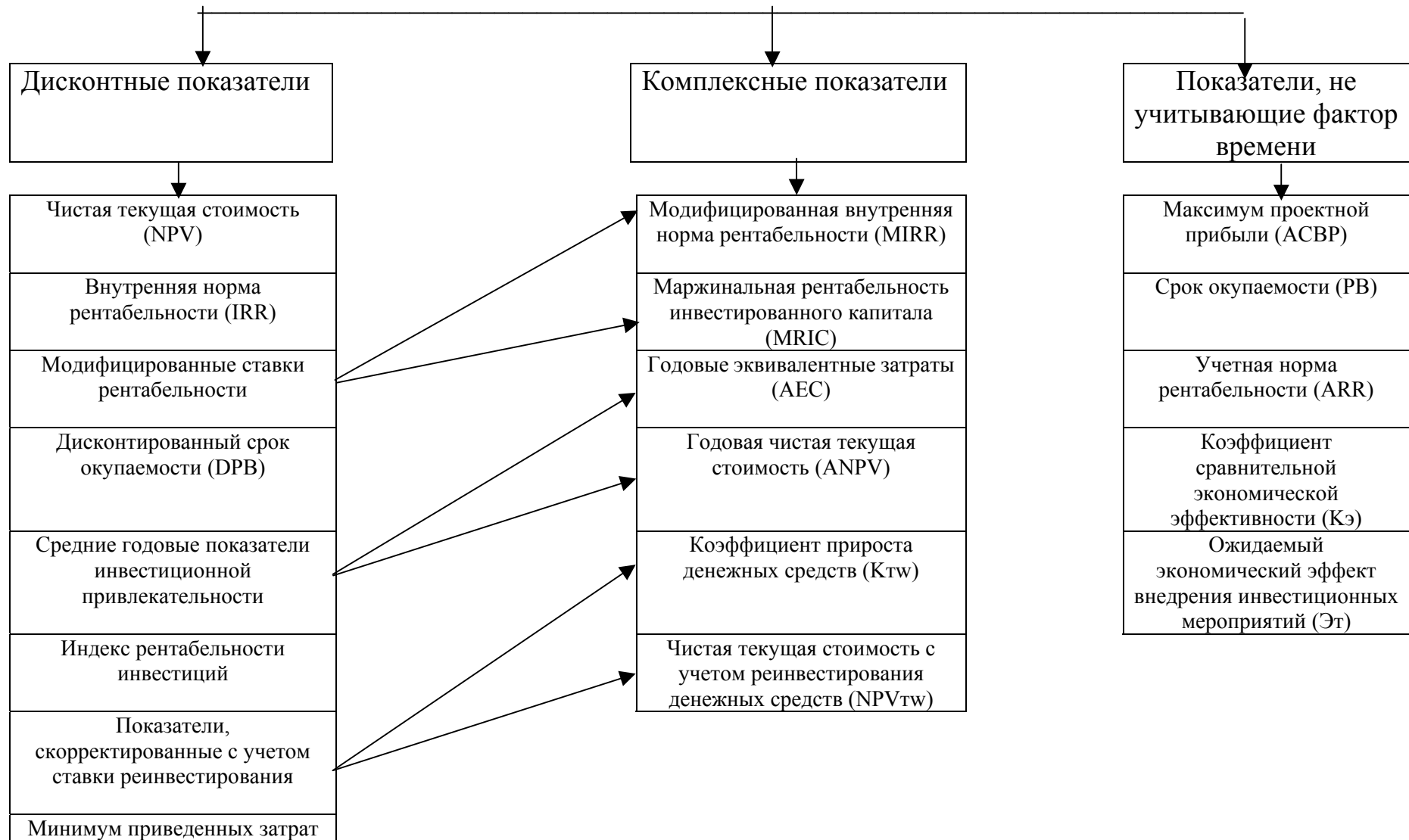
В основу классификации экономических показателей инвестиционной привлекательности нами положен принцип их деления на три главные группы: дисконтные, комплексные и показатели при расчете которых не учитывается фактор времени.

Точность расчета данных показателей в значительной степени зависит от достоверности и объективности соответствующих денежных потоков и проектной дисконтной ставки.

Более корректным среди представленных в таблице 19 показателей является чистая текущая стоимость. Этот показатель представляет разницу между первоначальной величиной инвестиционных затрат и общей суммой дисконтированных чистых денежных потоков.

Высокая научная обоснованность принимаемых инвестиционных решений на основе показателя NPV связана не только с учетом фактора временной ценности денежных поступлений в разных периодах времени. Успешная реализация проекта с положительной чистой текущей стоимостью фактически обеспечивает повышение рыночной цены обыкновенных акций фирмы.

Экономические показатели оценки инвестиционной привлекательности



При использовании данного показателя необходимо придерживаться следующих правил принятия инвестиционных решений: если результат NPV положительный, то можно осуществлять капиталовложения, если он отрицательный, то их следует отвергать; если представленные проекты являются альтернативными (взаимоисключающими), следует принимать проект с высшей NPV; если необходимо сформировать из списка возможных капиталовложений портфель инвестиций, одобрению подлежит комбинация проектов с наибольшим общим значением NPV [70, с.231].

2.3 Аналитические подходы к инвестиционным рискам и их влияние на инвестиционную привлекательность

Финансовые риски связаны с вероятностью потерь финансовых ресурсов (то есть денежных средств). Финансовые риски подразделяются на два вида: риски, связанные с покупательной способностью денег, и риски, связанные с вложением капитала (инвестиционные риски).

Инвестиционные риски включает в себя следующие подвиды рисков: риск упущенной выгоды, риск снижения доходности, риск прямых финансовых потерь.

Риск упущенной выгоды - это риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполученная прибыль) в результате неосуществления какого-либо мероприятия.

Риск снижение доходности может возникнуть в результате уменьшения размера процентов и дивидендов по портфельным инвестициям, по вкладам и кредитам.

Портфельные инвестиции связаны с формированием инвестиционного портфеля и представляют собой приобретение активов.

Риск снижения доходности включает следующие разновидности: процентные риски и кредитные риски.

К процентным рискам относится опасность потерь коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными институтами в

результате повышения процентных ставок, выплачиваемых ими по привлеченным средствам, над ставками по предоставленным кредитам. К процентным рискам относятся также риски потерь, которые могут понести инвесторы в связи с изменением дивидендов по акциям, процентных ставок на рынке по облигациям, сертификатам и другим ценным бумагам.

Рост рыночной ставки процента ведет к понижению курсовой стоимости ценных бумаг, особенно облигаций с фиксированным процентом. При повышении процента может начаться также массовый сброс ценных бумаг, эмитированных под более низкие фиксированные проценты и по условиям выпуска, досрочно принимаемых обратно эмитентом. Процентный риск несет инвестор, вложивший средства в среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем повышении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иными словами, инвестор мог бы получить прирост доходов за счет повышения процента, но не может высвободить свои средства, вложенные на указанных выше условиях.

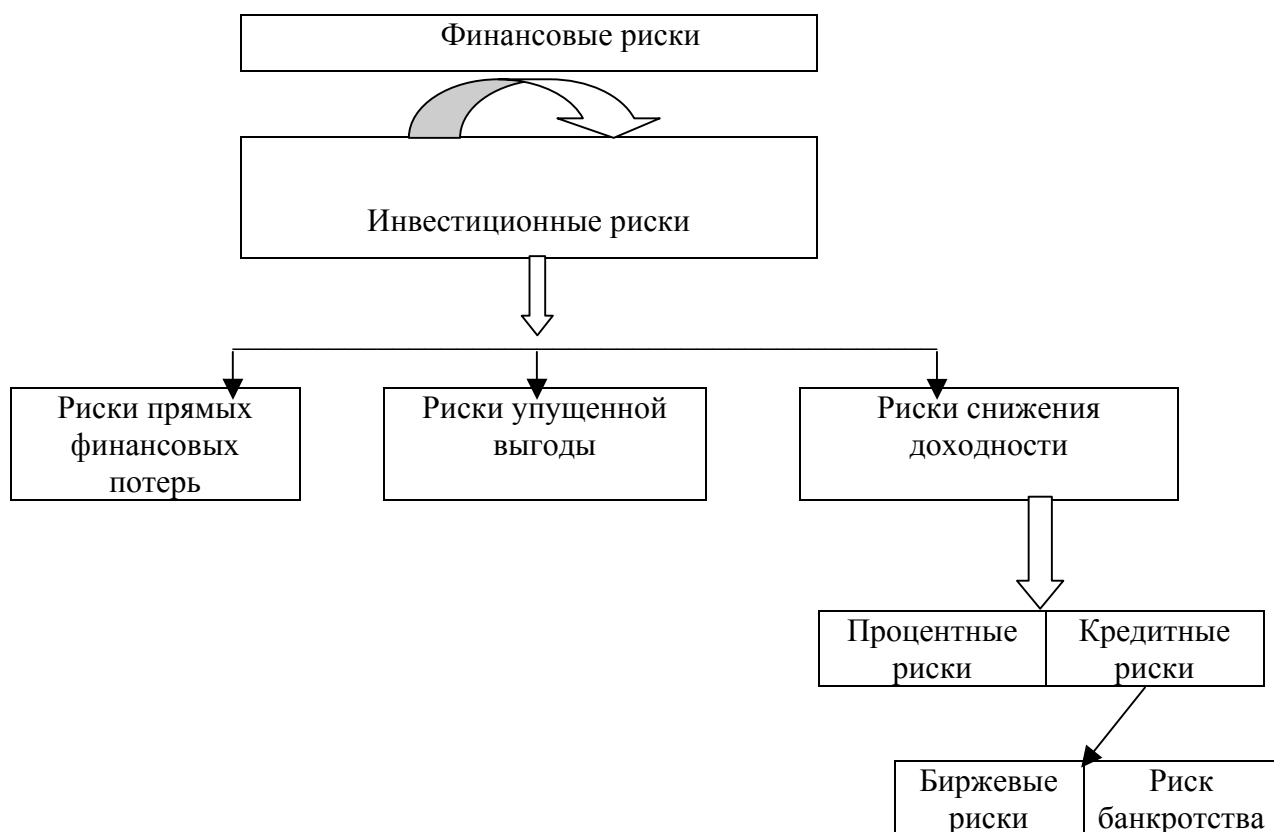


Рис. Г Разновидность финансового риска.

Процентный риск несет эмитент, выпускающий в обращение среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным процентом при текущем понижении среднерыночного процента в сравнении с фиксированным уровнем. Иначе говоря, эмитент мог бы привлекать средства с рынка под более низкий процент.

Этот вид риска при быстром росте процентных ставок в условиях инфляции имеет значение и для краткосрочных ценных бумаг.

Очевидно, что для создания привлекательных условий для капиталовложений влияют многие факторы: политическая стабильность, невысокий уровень инфляции, экологическая безопасность. Наряду с этими важнейшими факторами, воздействующими на решения инвестора, является уровень риска, связанный с тем или иным инвестиционным проектом. На каждом этапе подготовки и реализации инвестиционных решений контроль за уровнем риска остается актуальным. Для достоверной и объективной количественной оценки инвестиционного риска требуется обширная информационная база. Основными источниками ее выступают законодательные акты, отчетность, аналитические обзоры и т.д.

Для рассматриваемой проблемы весьма важно, что в зависимости от причин возникновения и возможностей устранения необходимо выделять два вида или две составляющие общего инвестиционного риска:

- 1) специфический, или коммерческий инвестиционный риск;
- 2) неспецифический, или некоммерческий (макроэкономический - на федеральном уровне, региональный - на уровне субъектов Федерации, отраслевой - на уровне отрасли экономики) инвестиционный риск.

Специфический, или коммерческий инвестиционный риск является разновидностью предпринимательского риска, связанного с инвестиционной деятельностью и вызванного специфическими для каждого инвестиционного проекта или отдельного предприятия особенностями коммерческой деятельности (например, риск потерь от необязательности партнеров, от

неудачного маркетинга, от необоснованных технических и технологических решений и т.д.).

Коммерческие инвестиционные риски проявляются лишь на уровне предпринимательской деятельности (предприятия, корпорации) и не имеют макроэкономической, региональной и отраслевой форм.

Неспецифический, или некоммерческий инвестиционный риск обусловлен внешними по отношению к инвестору обстоятельствами макроэкономического, регионального, отраслевого характера (такими, например, как коррумпированность государственного аппарата, уровень преступности, последствия социально-экономических и политических региональных конфликтов, экологическая опасность производства в отрасли и др.). Некоммерческие инвестиционные риски являются составной частью макроэкономической, региональной и отраслевой инвестиционной привлекательности предприятия.

Макроэкономические, региональные и отраслевые инвестиционные риски могут быть только некоммерческими, или неспецифическими. Они воздействуют в одинаковой степени на вероятные результаты осуществления всех инвестиционных проектов. Поэтому количественные значения таких рисков обязательно должны учитываться в инвестиционных процессах и в расчетах показателей эффективности инвестиционных проектов.

Инвестиционная привлекательность является позитивным по своему содержанию понятием, а инвестиционные риски, которые участвуют в формировании этой привлекательности, - негативным понятием. Поэтому при учете некоммерческих инвестиционных рисков как комплексного фактора инвестиционной привлекательности целесообразно преобразование числовых характеристик рисков в числовые характеристики понятия, противоположного по смыслу понятию “отраслевые инвестиционные риски”. Такое понятие - антоним понятия инвестиционных рисков - можно назвать “социально-политическая и экологическая безопасность для инвесторов”, или

упрощенно - инвестиционная безопасность (соответственно - макроэкономическая, региональная, отраслевая и на уровне предприятия).

Описанное преобразование позволяет избежать противонаправленного влияния двух комплексных факторов - инвестиционного потенциала и инвестиционных некоммерческих рисков - на результирующую характеристику - инвестиционную привлекательность.

Точно таким же образом каждый частный фактор этих обобщающих понятий имеет одновременно как позитивное количественное выражение (через “позитивный” показатель - для определения сводного уровня макроэкономической, региональной и др. инвестиционной безопасности), так и негативное (через обратный по содержанию “негативный” показатель - для определения сводного уровня макроэкономических, региональных и др. инвестиционных некоммерческих рисков).

До сих пор при оценке инвестиционной привлекательности предприятия различия в уровнях рисков либо не учитывались, либо оценивались без достаточного методического обоснования. Влияние региональных инвестиционных рисков на инвестиционную привлекательность целесообразно учитывать путем применения поправочных коэффициентов к норме дисконтирования денежных потоков в виде дифференцированных интегральных показателей уровня инвестиционных рисков.

Влияние инвестиционных рисков происходит не только на такой показатель, как инвестиционная привлекательность, но и на процесс инвестиционного кредитования. Инвестирование в проект за счет кредитов требует так же серьезного изучения соответствующей им степени рискованности и возможности привлечения денежных ресурсов из альтернативных источников финансирования. При двух различных вариантах финансирования, большая вариация получения ожидаемых результатов будет у проекта с наиболее высоким значением финансового рычага (соотношение заемных и собственных средств).

Таким образом, можно отметить, чем выше значение финансового рычага, тем сильнее повышается степень инвестиционной рискованности.

Идентификация факторов инвестиционного риска, их количественное измерение и работа по устранению причин возникновения являются полезными процедурами в ходе оценки и подготовки инвестиционных проектов. Получение реального эффекта от исследования уровня инвестиционного риска может быть достигнуто только при согласованном изучении комплекса проблем.

При прогнозировании инвестиционных рисков необходимо рассматривать ряд финансовых показателей, характеризующих внешнюю и внутреннюю стороны бизнеса. В частности, резкий скачок инфляции и пересмотр процентных ставок, оговоренных в кредитных договорах по долгосрочным заемным средствам коммерческой организации в сторону увеличения, несомненно, ухудшит финансовую устойчивость реципиента (предприятия, реализующего инвестиционный проект), что не может благотворно повлиять на уровень его кредитоспособности. Состояние внешней среды по всей видимости, окажет воздействие и на величину внутренней нормы рентабельности (снижение данного показателя произойдет вследствие ухудшения количественных и качественных характеристик проектного денежного потока в условиях опережающего роста цен на сырье, материалы и комплектующие).

При снижении уровня инвестиционной привлекательности предприятия и относительного снижения реальной доходности заимодавца уровень инвестиционного риска, по всей видимости, так же будет снижаться. Чтобы правильно идентифицировать основные направления управленческого воздействия с целью более существенного снижения уровня инвестиционного риска, необходимо точно определить степень влияния на него каждого фактора. Эта задача может быть решена только при условии построения соответствующей факторной модели зависимости.

В ходе обобщения обширного массива статистической и учетной информации ряда строительных предприятий г. Ставрополя, а также апробации

полученных результатов в практической деятельности российских компаний, участвующих в реализации собственных инвестиционных программ, мы разработали и предлагаем для использования следующую детерминированную модель зависимости уровня инвестиционного риска от воздействия различных внешних и внутренних факторов.

Для анализа влияния представленных в модели факторов на изменение уровня инвестиционного риска предлагается использовать метод цепных подстановок. Кроме того, значительное повышение средней ставки процента по заемным средствам финансирования окажет негативное воздействие на уровень кредитоспособности организации (относительное влияние фактора + 101,3%), а за счет снижения доли заемного капитала можно существенно снизить отрицательное влияние инвестиционного риска (относительное влияние фактора на изменение результативного показателя составит около 60%). Совокупное влияние факторов, равное + 5,232 %, полностью соответствует абсолютному отклонению в уровне инвестиционного риска, представленному в таблице 20.

Предпринятое нами исследование, безусловно, не лишено определенных недостатков. Мы видим необходимость разработки организационного механизма перспективной оценки исходных показателей, на основе которых осуществляется факторный анализ инвестиционного риска.

В то же время использование в практической работе предложенной методики анализа и составленных нами факторных моделей зависимости поможет более рационально организовать работу в области управления финансово-инвестиционной деятельностью с учетом интересов собственников предприятия и его кредиторов.

В ходе изучения экономической природы инвестиционного риска предлагаем отдельно рассматривать степень риска у обособленных проектов и комбинации капиталовложений. Уровень величины общего риска служит важным индикатором инвестиционной привлекательности и кредитоспособности фирмы.

Таблица 20

Расчет ожидаемого в предстоящем периоде влияния факторов на уровень инвестиционного риска

№ п/п	Последовательность расчетов	Факторы, воздействующие на уровень финансового риска					Коэффициент финансового риска [(гр.2·гр.3·1-гр.4 · гр.5 · гр.6)]	Расчет влияния факторов, (полученный результат в гр. 7 сравнить с предыдущим)	Относительное влияние факторов, % (гр.8 [стр.х/ стр.7]·100)
		Ср.ставка % по заемным источникам.	Доля заемных источников в общ. величине инвест. капитала	Показатель обратный коэффициенту привлекательности	Коэффициент реальной рентабельности	Показатель обратный коэффициенту доходности			
A	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Расчет по фактическим данным	0,3	0,6358	0,4	2,0	0,8333	0,06358	X	X
2	Расчет влияния изменения ставки процента по заемным источникам финансирования	0,55	0,6358	0,4	2,0	0,8333	0,116573	+0,05299	+101,3
3	Расчет влияния изменения доли заемного капитала	0,55	0,4636	0,4	2,0	0,8333	0,085	-0,03157	-60,3
4	Расчет влияния изменения показателя обратного коэффициенту привлекательности долгосрочных инвестиций	0,55	0,4636	0,75	2,0	0,8333	-0,06373	-0,14873	- 284,3
5	Расчет влияния изменения коэффициента реальной рентабельности проекта	0,55	0,4636	0,75	0,8	0,8333	0,1274 95	+0,19122	+365,5
6	Расчет влияния изменения показателя, обратного коэффициенту реальной доходности инвестора (заимодавца)	0,55	0,4636	0,75	0,8	0,9091	0,1159	-0,01159	-22,2
7	Общее влияние всех факторов (стр.2 + стр.3 + стр.4 + стр.5 + стр.6)							+ 0,05232	100,0

Его величина определяется суммой двух составляющих: диверсифицированным риском и систематическим.

Таким, образом, очевидно, что потенциальные трудности ассоциируемые с общим риском, отрицательно воздействуют на уровень денежных потоков ожидаемых от реализации любых инвестиционных проектов.

Вероятность получения меньшей рентабельности портфеля активов характеризуется общим, диверсифицированным и систематическим (рыночным) риском. Зависимость между этими показателями, представленная на рисунке Д, достаточно наглядно иллюстрирует возможности управленческого воздействия на уровень общего риска при помощи комбинации активов в хорошо диверсифицированный портфель инвестиций.

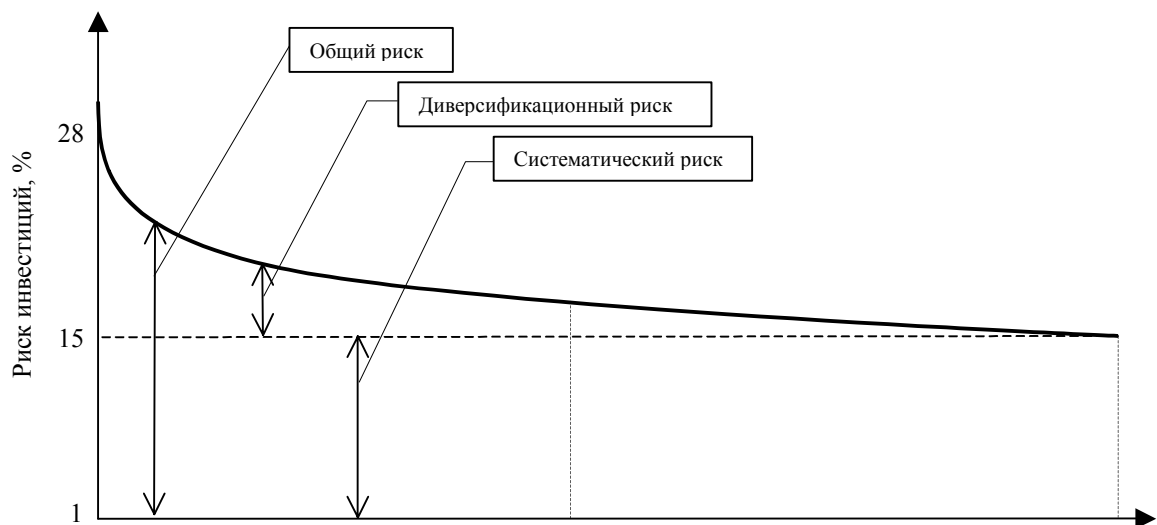


Рис. Д Зависимость между показателями общего инвестиционного риска

График на рисунке Д показывает, что инвестиционный риск по мере увеличения количества инвестиционных активов снижается до определенного уровня.

Таким образом, чтобы снизить уровень общего инвестиционного риска, финансовым менеджерам достаточно сформировать хорошо диверсифицированный портфель инвестиций, за счет чего появляется реальная возможность

снижения несистематической его составляющей. Если речь идет о диверсификации вложений в долгосрочные (капитальные) инвестиции, в зависимости от степени риска отдельных проектов, их отраслевой принадлежности, цены и структуры капитала существенно понизить уровень можно за счет комбинирования 2-5 вариантов капиталовложений.

Для получения значительного снижения уровня инвестиционного риска, необходимо инвестировать свободные средства в различные проекты, результаты которых не зависят друг от друга, а при определенных ситуациях изменяются либо в противоположные стороны, либо абсолютно не взаимосвязаны.

Решение конкретных прикладных задач по снижению риска и прогнозированию негативных последствий относится к трем сторонам процесса инвестиционного кредитования: процедуры осуществляются администрацией предприятия, кредитной организацией выдающей кредит и государственными контрольными органами. При этом каждая группа участников инвестиционного процесса имеет свои предпочтения, а оценка основных показателей риска кредиторов чаще всего не совпадает с оценкой данной предприятием.

С целью максимального снижения уровня риска, повышения безопасности и финансовой устойчивости предприятия применяются следующие основные способы и методы:

- регулирование и контроль соотношения постоянных и переменных затрат;
- ценовое регулирование;
- управление величиной финансового рычага;
- диверсификация инвестиционных активов;
- создание системы резервов;
- организация постоянного мониторинга внешней среды;
- контроль за стоимостью предприятия;
- получение от контрагентов определенных гарантий.

2.4 Критерии оценки инвестиционной привлекательности

Формула расчета текущей стоимости может быть представлена следующим выражением:

$$NPV = PV - I_0, \text{ где} \quad (12)$$

NPV - чистая текущая стоимость;

PV – текущая стоимость проектных денежных потоков;

I_0 – начальные инвестиционные затраты.

Чтобы определить инвестиционную привлекательность проекта с постоянными из года в год уровнем цен, объемом продаж, производственными издержками и точно определенным сроком его эксплуатации, можно в формуле NPV разложить величину чистых денежных потоков в период t (C_f) на факторы меньшего порядка. Исчисление NPV в этом случае можно осуществить по формуле:

$$NPV = - I_0 + ([Q \cdot (P_r - C_v) - C_f] \cdot (1 - \text{tax}) + D) \cdot PVIFA_{r,n} + S_d \cdot PVIF_{r,n}; \quad (13)$$

где D – годовой объем амортизации основных фондов, нематериальных активов;

Q – годовой объем продаж в натуральном выражении;

P_r – цена единицы продукции (работ, услуг);

C_v – переменные производственные затраты;

C_f – полные постоянные затраты;

tax – ставка налога и прочих отчислений с прибыли предприятия;

$PVIFA_{r,n}$ – фактор текущей стоимости аннуитета;

S_d – величина ликвидационного денежного потока.

С учетом сказанного выше существует огромное количество версий оценки инвестиционной привлекательности предприятий в зависимости от спецификации требований заказчика.

Нами предложен следующий вариант на примере строительных организаций г. Ставрополя. Проведем расчет текущей стоимости предприятий (NPV) и рассмотрим целесообразность капиталовложений при следующих условиях.

1. Оцениваются предприятия одной отрасли.
2. Инвестор предоставляет кредитное финансирование (банк).
3. Финансирование не осуществляется под конкретный инвестиционный проект.
4. Базой сравнения служат предприятия из ограниченного перечня.
5. Существуют ограничения по:
 - характеру инвестиций. Это должны быть инвестиции в расширение производства (инновации) с целью создания новых рабочих мест;
 - предельному сроку окупаемости (5 лет). Кредитный период не должен превышать 5 лет;
 - минимальной отдаче на инвестиции. Рентабельность инвестиций (с учетом включения процента по привлечению в расходы) должна составлять не менее 20% годовых;
 - процент по кредиту составляют 19% годовых. Метод погашения кредита - straight-line (проценты выплачиваются ежеквартально, начиная с I квартала, сумма основного долга погашается единовременно в конце срока финансирования).

Информационной базой выполнения проекта служат данные финансовой и оперативной отчетности предприятия.

Прежде чем переходить к дальнейшему изложению, необходимо зафиксировать следующий важный момент. При сравнении (с последующим ранжированием) ряда предприятий по степени их инвестиционной привлекательности в силу ограниченности информации подход неизбежно будет носить упрощенный характер. Основным упрощением является простая экстраполяция существующих тенденций хозяйственной деятельности. Скажем, если на текущий момент отдача на совокупный капитал равна 19%, то предполагается, что по дополнительным вложениям (инвестициям) уровень отдачи будет таким же.

Оценку инвестиционной привлекательности целесообразно проводить в два этапа:

1-й этап - анализ ограничений, «просеивание» предприятий и формирование «узкого списка».

2-й этап - рейтинговая оценка предприятий из «узкого списка».

Анализ ограничений идет в контексте выбора «соответствует - не соответствует». При соответствии предприятий из списка заданным ограничениям они включаются в «узкий список», при несоответствии - исключаются из дальнейшего рассмотрения.

Абсолютная окупаемость инвестиций по конкретным инвестиционным проектам считается по показателям чистой текущей стоимости (NPV) и внутренней нормы рентабельности (IRR). В нашем случае необходимо дать приближенную оценку абсолютной окупаемости инвестиций в конкретные предприятия при общем условии: сумма кредита 15000 тыс. руб., процент (дисконт) равен 19%, срок кредитования равен 5 годам. Абсолютная окупаемость подразумевает положительное значение NPV и IRR.

Для предварительной оценки абсолютной окупаемости инвестиций производится следующая процедура:

- берется за последний год показатель прибыльности совокупных активов, т. е. чистая прибыль за год (без вычета процентов по привлечению средств)/валюта баланса. Валюта баланса берется усредненной (среднеарифметической) квартальных данных за последний год (0,9; 1,06; 1,10; 1,17);
- берется заданный процент по привлечению средств (годовых). В нашем случае он равен 19%. Считается сложный процент (с капитализацией) за 5 лет. В нашем случае это - $1,19^5$;
- считается разница прибыльности совокупных активов и значения процента. Например, если в нашем случае прибыльность совокупных активов равна 0,4 в год (начиная с первого года), то разница равняется 0,21 (0,4 - 0,19). Если инвестиции начинают окупаться через несколько лет (наиболее вероятный случай), то для расчетов берется величина сложного процента;
- производится сравнение полученной цифры с 0. Если результат положительный, то инвестиции в данное предприятие в абсолютном значении

окупаемы. В противном случае предприятие не включается в «узкий список». Например, в нашем случае инвестиции окупаемы.

В некоторых случаях инвестор может задать целевой уровень окупаемости. В этом случае необходимо произвести подсчет IRR за заданный инвестором период окупаемости (целевой уровень окупаемости может быть задан инвестором за определенный период). Например, в нашем случае инвестором могут быть заданы требования окупаемости инвестиций за первые два года на уровне не менее 40% чистого дохода (20% в год) и 60% за весь срок кредитования (5 лет). В этом случае считается IRR за заданный период и сравнивается с целевым показателем. Расчет производится по формуле сложного процента. Например, в нашем случае IRR за два года будет равняться $1,17^2 - 1 = 0,37$ (т. е. 37% за два года), что меньше целевого уровня (40%). Следовательно, предприятие необходимо вычеркнуть из «узкого списка».

После формирования «узкого списка» осуществляется рейтинговая оценка (ранжирование по степени убывания инвестиционной привлекательности) попавших в него предприятий. Рейтинговая оценка основывается на выведении некоего комплексного показателя, который рассчитывается как сумма взвешенных репрезентативных коэффициентов (таблица 18), характеризующих различные аспекты эффективности деятельности и устойчивости финансового состояния предприятия [38, с. 268-269]. Существенное влияние на выбор весов коэффициентов оказывают:

- характер кредитования. При кредитном финансировании необходимо существенно увеличить вес показателей финансового состояния (ликвидность, финансовая маневренность, общая платежеспособность) по сравнению с показателями эффективности хозяйственной деятельности (прибыль к собственным средствам, рентабельность и пр.). Напротив, при институциональном финансировании показатели эффективности должны доминировать;

· предельное ограничение по срокам окупаемости. По мере возрастания срока окупаемости (срока кредитования при банковском финансировании) увеличивается вес показателей долгосрочного финансового состояния (общая платежеспособность) по сравнению с показателями текущей платежеспособности (ликвидность и финансовая маневренность). Напротив, при коротком сроке окупаемости коэффициенты ликвидности «в своей весовой категории» должны занимать доминирующую роль.

Составление рейтинга является завершением проведения оценки абсолютной и относительной инвестиционной привлекательности предприятий. В практическом ключе это означает, что инвестор получает количественное обоснование сравнительной выгоды различных альтернатив вложения финансовых ресурсов при накладываемых им ограничениях и требованиях к возвратности средств.

Методика оценки инвестиционной привлекательности основана на способах и приемах финансового анализа.

Рассмотренные методы оценки инвестиционной привлекательности отдельно взятого предприятия, это в частности, сравнительная оценка инвестиционной привлекательности данного предприятия по сравнению с другими организациями. Данный метод оценки инвестиционной привлекательности наиболее приемлем и актуален для российской экономики. Согласно проведенной рейтинговой оценки (таблица 21) нами определено предприятие (ООО «Траст-М»), которое является наиболее финансово устойчивым и для которого далее мы определим коэффициент инвестиционной привлекательности.

Эффективное обоснование прямых инвестиций учитывает не только индивидуальные показатели динамики результатов хозяйственной деятельности и финансового состояния предприятия - объекта инвестиций, но и отраслевую специфику, в особенности при долгосрочном периоде окупаемости.

Коэффициенты используемые для оценки инвестиционной привлекательности предприятия

Показатель	Назначение	Расчетная формула	Рекомендуемое значение (коэффициент)	Фактическое значение 1361 УНР	Фактическое значение ООО «Траст –М»
1	2	3	4	5	6
Коэффициент финансовой независимости	Показывает долю собственного капитала в валюте бухгалтерского баланса	Капитал и резервы (собственный капитал), деленные на валюту баланса	Более чем 0,5	0,25	0,69
Свободные средства, находящиеся в обороте (чистый оборотный капитал)	Свидетельствует о превышении оборотных активов над краткосрочными обязательствами	Оборотные активы - краткосрочные обязательства	Не менее 10% от общего объема оборотных активов	Меньше 10% общего объема оборотных активов	Меньше 10% общего объема оборотных активов
Коэффициент маневренности	Показывает долю свободных денежных средств в собственном капитале предприятия	Чистый оборотный капитал, деленный на собственный капитал	0,30-0,40	0,26	0,4
Коэффициент задолженности	Характеризует соотношение между заемным и собственным капиталом	Заемный капитал, деленный на собственный капитал	0,67 (40% / 60%)	0,59	0,05
Коэффициент финансовой напряженности	Показывает долю заемных средств в валюте баланса	Заемный капитал, деленный на валюту баланса	Не более 0,5 (50%)	0,13	0,03
Коэффициент абсолютной ликвидности	Показывает, какая задолженность может быть погашена за счет наиболее ликвидных средств на последнюю отчетную дату	(Денежные средства + краткосрочные финансовые вложения), деленные на краткосрочные обязательства	0,15 – 0,2	0,33	0,17
Коэффициент текущей (уточненной ликвидности)	Показывает, какая часть краткосрочных обязательств может быть погашена за счет наиболее ликвидных средств и дебиторской задолженности	(Денежные средства + краткосрочные финансовые вложения + дебиторы), деленные на краткосрочные обязательства	0,5-0,8	0,92	0,7
Коэффициент общей ликвидности	Показывает, в какой части оборотные активы покрываются краткосрочными обязательствами	Оборотные активы, деленные на краткосрочные обязательства	1-2	1,06	0,97

Равным же образом, если портфельный инвестор формирует собственный портфель ценных бумаг, полагаясь только на конъюнктуру динамику доходности биржевых ценных бумаг отдельных предприятий, он как бы "следует за рынком" вместо того, чтобы "предвосхищать" его тенденции. В конечном итоге, как показывает многолетний опыт, "последователь" всегда проигрывает "лидеру".

Таким образом, в реальном инвестировании, методологический подход к анализу состояния предприятия является одним из ключевых факторов успеха для инвестора.

Инвестиционная привлекательность предприятия формируется двумя группами факторов, - инвестиционным потенциалом (совокупность объективных экономических и социальных свойств предприятия) и инвестиционными рисками.

Для оценки инвестиционной привлекательности предприятия наиболее приемлема вычислительная процедура, дающая формализованный, однозначный ответ, а именно необходимо использовать показатель или совокупность показателей, которые давали бы не приблизительную оценку явления, не характер его изменения, а количественно и точно оценивали бы его. Для этой цели предлагаем использовать коэффициент - относительный показатель, характеризующий степень оценённости: отношение реальной (внутренней) стоимости к рыночной:

$$K_{фт} = \frac{\text{Реальная стоимость (внутренняя стоимость)}}{\text{Рыночная стоимость}} * 100 \% \quad (14)$$

Реальная стоимость (внутренняя стоимость) – объективная оценка стоимости предприятия, которая оценивает потенциал предприятия. Рыночная стоимость – стоимость, сложившаяся на сегодняшний момент на рынке. Различия в этих оценках состоят в том, что первая, во-первых, показывает стоимость предприятия независимо от сегодняшней конъюнктуры рынка, а

вторая учитывает ее, и во-вторых она действует в течение более продолжительного времени, а рыночная оценка показывает стоимость на конкретную дату. Эти оценки при определенных условиях могут значительно различаться. Например, при неполном использовании потенциала предприятия рыночная стоимость акций может существенно отличаться от их реальной стоимости, – т.е. той, которая установится через определенное время, когда предприятие будет работать в полную мощность.

Реальную стоимость предприятия можно разделить на три элемента: рыночную цену имущества, кредиторскую задолженность в широком смысле и сумму дисконтированного дохода. Причем первая и третья складываются, а вторая вычитается. Вторая и третья составляющие зависят от периода времени. Причем чем более длителен этот период, тем более приблизительней их оценка. Под рыночной ценой имущества предприятия понимается рыночная стоимость основных средств, нематериальных активов, материальных запасов и затрат, финансовых вложений, денежных средств, дебиторской задолженности.

Эта оценка отличается от балансовой тем, что стоимость основных средств и нематериальных активов принимается по ценам возможной реализации, которые обычно ниже балансовых. Учетная стоимость материальных запасов и затрат не значительно отличается от рыночной, поэтому корректировка по этой статье является излишней. Величина финансовых вложений корректируется с учетом получения прибыли от них, а также инфляции (корректировка в обе стороны: увеличения и уменьшения). Величина денежных средств и прочих ликвидных активов остается неизменной. Дебиторская задолженность должна быть также уменьшена на величину безнадежной и незначительно увеличена на величину реальных к получению штрафных санкций.

Под дисконтированным доходом понимается чистый дисконтированный доход (рассчитанный исходя из величины чистой прибыли).

Под третьей составляющей понимаются краткосрочные кредиты и займы, долгосрочные кредиты и займы, кредиторская задолженность. Все отсроченные выплаты (погашение кредитов, оплата процентов) также дисконтируются.

Оценка инвестиционной привлекательности предприятия производится на основе второй составляющей как наиболее влияющей на реальную стоимость, а главное более зависящей от результатов деятельности предприятия. Анализ производится на основе показателей рентабельности (доходности). Для этого определяется в первую очередь расчетный период исходя из длительности осуществляемых предприятием проектов на основе бизнес-плана. После этого определяется величина ежегодной прибыли предприятия и рассчитываются показатели рентабельности. Определяются важнейшие взаимосвязи этих показателей (соотношения их частей, а также соотношение самих показателей). Затем с помощью расчета рентабельности собственного капитала и эффекта финансового рычага выясняется наличие резервов роста рентабельности и дается оценка возможности использования этих резервов для роста прибыли.

Далее будущие доходы приводятся к сегодняшней оценке. Стоимость имущества складывается с приведенными доходами, вычитаются приведенные расходы по кредитам и получается реальная или внутренняя стоимость предприятия. При этом ее необходимо скорректировать на величину риска банкротства предприятия. Корректировка производится путем умножения внутренней стоимости предприятия на показатель платежеспособности за отчетный период. Эта стоимость делится на сегодняшнюю рыночную (объявленную, уставную), умножается на 100 % и получается инвестиционная привлекательность в процентном выражении.

Один из возможных подходов к исследованию инвестиционной привлекательности предприятия, это подход, сориентированный на изучение влияния доходности предприятия на его инвестиционную привлекательность.

Основой анализа при данном подходе выступает показатель рентабельности собственного капитала. При этом расчет производится в несколько этапов.

На первом этапе предполагается освобождение этого показателя от случайных влияний текущего года, с целью повышения объективности используемых для дальнейших расчетов данных. Усреднение, как способ повышения объективности, отчасти оправдывает себя, а главное дает некоторую формализацию расчетов. Вместе с тем он не всегда оправдан и иногда может вводить в заблуждение, так как он не учитывает случайных отклонений факторов за предыдущие периоды.

На втором и третьем этапах суть анализа заключается в поиске резервов роста определенной на первом этапе рентабельности собственного капитала. Смысл этого поиска заключается в определении максимального и в тоже время потенциально возможного уровня рентабельности собственного капитала для данного предприятия. Из этой максимально возможной величины рентабельности собственного капитала вычитается сегодняшняя рентабельность собственного и, таким образом, получается резерв рентабельности собственного капитала, который мы можем мобилизовать, но при одном условии – возможности принимать участие в управлении предприятием, для чего и используется коэффициент корректировки – $2d$.

Различие в этих этапах состоит в том, что возможности управления рентабельностью собственного капитала рассматриваются с разных точек зрения, причем действия, предпринимаемые в рамках этих точек зрения не взаимоисключают друг друга. Это значит, что при оптимизации коммерческой маржи и коэффициента трансформации, а также дифференциала и коэффициента заемных средств величина рентабельности собственного капитала увеличивается на 2 уровня, при этом это скорее не сложение резервов, а их произведение, что дает больший прирост рентабельности собственного капитала.

Недостатками этих приемов является отождествление возможности полного использования этих резервов с возможностью полностью руководить

деятельностью предприятия. А это не совсем так. Может сложиться такая ситуация, когда при приобретении контрольного пакета акций мы не сможем реализовать рассчитанные ранее резервы предприятия. Это случится не потому, что мы не сможем контролировать деятельность предприятия, а потому, что может эта деятельность стала невозможной или утратила смысл по каким-либо причинам (т.е. резерв, который мы определили ранее и на который мы рассчитывали перестал быть резервом по независящим от нас причинам).

Заключительным этапом в определении расчетной величины будущей прибыли является ее корректировка на риск неполучения этой прибыли, в связи с тем, что мы, не успев заняться предпринимательской деятельностью, вынуждены будем отказаться от нее из-за ликвидации предприятия, вследствие неплатежеспособности. Данная корректировка производится с помощью отношения имеющейся платежеспособности к нормативной величине, которое характеризует степень отклонения платежеспособности от нормы и приближение предприятия к грани банкротства.

Конечным результатом произведенных расчетов является определение коэффициента инвестиционной привлекательности предприятия в количественном и формализованном виде, позволяющем сравнивать разные предприятия.

Коэффициент инвестиционной привлекательности предприятия представляет собой отношение реальной (внутренней) стоимости предприятия к его сегодняшней рыночной (уставной) стоимости. Рыночная стоимость представляет суммарную стоимость всех акций предприятия по цене их возможного сегодняшнего приобретения. Уставная стоимость представляет величину уставного капитала, указанную в балансе предприятия.

Реальная (внутренняя) стоимость предприятия определяется по более сложной вычислительной процедуре. Сначала определяется стоимость имущества предприятия по цене возможной реализации. Эта стоимость

определяет как бы ту сумму, которую можно выручить при ликвидации предприятия, вследствие невозможности продолжать производственную деятельность. К этой сумме прибавляется приведенная к сегодняшней оценке прибыль предприятия за обозримый в будущем период, т.е. за такой период, в течение которого с высокой степенью вероятности можно прогнозировать устойчивую прибыль. И затем из нее вычитается величина кредиторской задолженности вместе с приведенными процентами по ней.

$$\text{Вн.Ст.П} = \text{Ст.Им.} + \text{Пр.прив.} - (\text{КЗ} + \text{Проц.прив.}), \text{ где} \quad (15)$$

Вн.Ст.П – внутренняя стоимость предприятия;

Ст.Им. – стоимость имущества;

Пр.прив – прибыль приведенная;

КЗ – кредиторская задолженность;

Проц.прив – проценты по кредиторской задолженности приведенные.

При этом прибыль приведенная рассчитывается на основе показателя рентабельности собственного капитала полученного в окончательном виде, с учетом мобилизации возможных резервов:

$$R_{ск} = R'_{ск} + 2d * (P_{ез}^1 + P_{ез}^2) \quad (16)$$

$$\begin{aligned} \text{Пр.прив} = R_{ск} * \text{СК} * (1 / (1 + r)^1 + 1 / (1 + r)^2 + 1 / (1 + r)^3 + \dots + 1 / (1 + r)^t) = \text{СК} * (R'_{ск} + 2d * (P_{ез}^1 + P_{ез}^2)) * (1 / (1 + r)^1 + 1 / (1 + r)^2 + 1 / (1 + r)^3 + \dots + 1 / (1 + r)^t) \end{aligned} \quad (17)$$

где:

Пр.прив – прибыль приведенная;

R_{ск}. – рентабельность собственного капитала скорректированная на резервы;

СК – величина собственного капитала;

R'_{ск} – рентабельность собственного капитала в момент анализа;

r – процентная ставка дисконта по которой приводится величина прибыли

t – прогнозируемый период в годах

d – доля приобретаемого капитала предприятия;

$Рез^1$, $Рез^2$ – резервы, мобилизуемые при оптимальном соотношении коммерческой маржи и коэффициента трансформации и заемных средств соответственно. ($Рез^1_{R_{СК}} = R_{СК_{opt}} - R'_{СК} = 8,05 - 6,98 = 1,07$; $Рез^2_{R_{СК}} = 7,665 - 7,035 = 0,63$).

Для расчета величины приведенной прибыли возьмем долю приобретаемого капитала, равной 30%, т.е. $d = 0,3$, ставку дисконта, равной 30%, а прогнозируемый период равным 10 годам:

тогда: $(1 / (1 + 0,3)^1 + 1 / (1 + 0,3)^2 + 1 / (1 + 0,3)^3 + \dots + 1 / (1 + 0,3)^{10}) = 3,1$

$Пр_{прив} = R_{СК} * СК = СК * (R'_{СК} + 2d * (Рез^1 + Рез^2)) * (1 / (1 + r)^1 + 1 / (1 + r)^2 + 1 / (1 + r)^3 + \dots + 1 / (1 + r)^t)$. (18)

В свою очередь возможность получения прибыли напрямую зависит от того, будет ли работать предприятие в будущем или оно будет ликвидировано вследствие устойчивой неплатежеспособности. Поэтому инвестор, приобретая акции неплатежеспособного предприятия, рискует остаться без прибыли, которую мы обозначили как прибыль приведенную. Следовательно, оценивая возможности получения прибыли в целях расчета внутренней стоимости предприятия необходимо величину $Пр_{прив}$ скорректировать на вероятность ее получения.

В качестве коэффициента корректировки можно использовать отношение показателя платежеспособности на предприятии сложившегося в момент анализа к его нормативному значению. При этом чтобы не вводить в заблуждение, значение этого коэффициента корректировки не должно превышать 1. Это значит, что для целей данного расчета величина показателя платежеспособности на предприятии берется в пределах нормативного значения, т.е. не более его. В качестве показателя платежеспособности предлагается использовать коэффициент текущей ликвидности.

$$\text{КТЛ}_{\text{норм}} = 8031 / 8259 = 0,972$$

$$\text{Кф}_{\text{Триска}} = \text{КТЛ}_{\text{тек.}} / \text{КТЛ}_{\text{норм}} = 0,972 / 2 = 0,486, \text{ где} \quad (19)$$

$\text{Кф}_{\text{Триска}}$ – коэффициент инвестиционного риска;

$\text{КТЛ}_{\text{тек.}}$ – коэффициент текущей ликвидности на предприятии в пределах нормативного значения;

$\text{КТЛ}_{\text{норм.}}$ – нормативное значение коэффициента текущей ликвидности.

Таким образом, собирая воедино все возможные корректировки величины прибыли, получаем прибыль приведенную в виде:

$$\text{Пр.}_{\text{прив}} = \text{СК} * (\text{R}'_{\text{СК}} + 2d * (\text{Рез}^1 + \text{Рез}^2)) * \text{Кф}_{\text{Триска}} * 3,1 = 18810 * (6,98 + 0,6 * 1,7) * 0,486 * 3,1 = 2267$$

И следовательно, внутреннюю стоимость имущества:

$$\text{Вн.Ст.П} = \text{Ст.Им.} + \text{СК} * (\text{R}'_{\text{СК}} + 2d * (\text{Рез}^1 + \text{Рез}^2)) * \text{Кф}_{\text{Триска}} - (\text{КЗ} + \text{Проц.}_{\text{прив}})$$

$$\text{Вн.Ст.П} = \text{Ст.Им.} + \text{Пр.}_{\text{прив.}} - (\text{КЗ} + \text{Проц.}_{\text{прив}}) = 27069 + 2267 - 8259 = 21077$$

И далее коэффициент инвестиционной привлекательности:

$$\text{Кф}_{\text{Тпривл.}} = \frac{[\text{Ст.Им.} - (\text{КЗ} + \text{Проц.}_{\text{прив.}}) + \text{СК} * (\text{R}'_{\text{СК}} + 2d * (\text{Рез}^1 + \text{Рез}^2)) * \text{Кф}_{\text{Триска}}]}{\text{Рын.ст.}(\text{Уст.Ст.})} \quad (20)$$

$\text{Кф}_{\text{Тпривл.}}$ – коэффициент инвестиционной привлекательности;

Ст.Им. – стоимость имущества;

$\text{Проц.}_{\text{прив}}$ – проценты по кредиторской задолженности приведенные;

КЗ – кредиторская задолженность;

СК – величина собственного капитала;

$\text{R}'_{\text{СК}}$ – рентабельность собственного капитала в момент анализа;

d – доля приобретаемого капитала предприятия;

$\text{Рез}^1, \text{Рез}^2$ – резервы, мобилизуемые при оптимальном соотношении коммерческой маржи и коэффициента трансформации и заемных средств соответственно.

$\text{Кф}_{\text{Триска}}$ – коэффициент инвестиционного риска;

Рын.ст. – рыночная стоимость предприятия;

Уст.Ст. – уставная стоимость предприятия.

Так как данное предприятие не является акционерным обществом, и его капитал не котируется на бирже, то возьмем в качестве рыночной стоимости уставную. Уст.Ст. = 16035

$$Kф_{\text{привл.}} = 21077 / 16035 = 1,31 \text{ или } 131 \%$$

Таким образом, получился коэффициент инвестиционной привлекательности предприятия который отражает сегодняшнюю доходность вложения, т.е. вложив средства в данное предприятие, мы на момент сделки имели бы рентабельность 31%. Согласно этому методу мы имеем, что предприятие ООО «Траст-М» привлекательно для инвестиций.

Вместе с тем необходимо отметить, что данная методика не может дать, в конечном счете, абсолютно точного и верного ответа на вопрос какое же предприятие наиболее привлекательно в инвестиционном плане. Основным недостатком ее, как, пожалуй, и многих других методик, является невозможность предвидеть кардинальные изменения в экономической системе страны. Она может давать обоснованные ответы лишь в стабильных и практически не изменяющихся условиях. В условиях, когда экстраполяция сегодняшних показателей на будущее не будет содержать существенной ошибки.

ГЛАВА 3 КРЕДИТОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ, КАК ФОРМА РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

3.1 Моделирование системы инвестиционного кредитования

Необходимым компонентом инвестиционной деятельности является процесс аккумулирования требуемых средств, для финансирования капиталовложений. Естественное состояние ограниченности внутренних собственных средств предприятия требует привлечения дополнительных (внешних) средств финансирования в виде кредитов и займов. Инвестиционное кредитование - это перспективное направление деятельности банков, главная задача которого - выделение финансовых ресурсов на становление и развитие производства.

Решая проблемы инвестиционного кредитования, как реального сектора экономики преследуются две цели: стабилизация банковской системы в сфере рационального размещения финансовых ресурсов и подъем экономики через укрепление позиций коммерческих банков и производственных предприятий малого и среднего бизнеса (за счет привлечения кредитных ресурсов).

Хочется подчеркнуть, что инвестиционное кредитование предприятий малого и среднего бизнеса - это очень перспективное направление, как для банковской системы, так и для экономики Российской Федерации в целом.

Преимущество кредитного метода финансирования капиталовложений по сравнению с бюджетным определено в первую очередь с возвратностью средств. Это предполагает взаимосвязь между фактической окупаемостью капитальных затрат и возвратностью кредита в сроки, установленные в соответствии с заключенным договором. В процессе выдачи ссуды заемщик оформляет обязательство о погашении ссуды по предъявлению. После утверждения акта приемки в эксплуатацию или внедрения кредитуемого мероприятия в производство задолженность по выданной ссуде оформляют обязательствами на конкретные месячные или квартальные сроки погашения в

пределах периода, на который выдан кредит. Сроки определяются исходя из окупаемости капитальных затрат, финансовой устойчивости и платежеспособности заемщика, кредитного риска и др. В случае несоблюдения сроков строительства и неэффективного использования выданного кредита банк может применять к заемщику экономические санкции, оговоренные в кредитном договоре.

В основу реализации эффективного механизма кредитования инвестиционных проектов должны быть положены пять направлений деятельности (рисунок Ж).

Механизм инвестиционного кредитования предприятий.

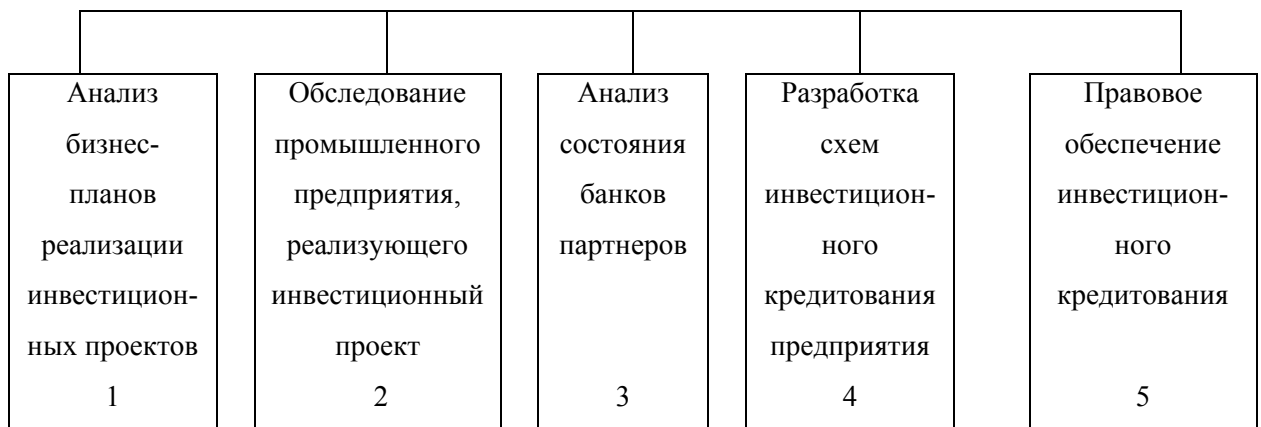


Рис. Ж. Блок-схема функционирования банковского механизма инвестиционного кредитования предприятий.

Блок 1. Анализ качества бизнес-планов реализации инвестиционных проектов и предварительная оценка целесообразности участия в их кредитовании. А именно бизнес-план должен быть качественно подготовленным и реализация данного инвестиционного проекта должна заинтересовать коммерческий банк на предмет возможности и целесообразности выделения инвестиционного кредита.

Блок 2. Обследование предприятия, реализующего инвестиционный проект, сотрудниками коммерческого банка.

Блок 3. Анализ состояния банков-партнеров. Внешние риски коммерческого банка, занимающегося инвестиционным кредитованием, вызываются не только предприятием, реализующим проект, но и возможными партнерами по бизнесу.

Коммерческие банки, занимающиеся инвестиционным кредитованием, должны постоянно и внимательно изучать и анализировать состояние банков-партнеров как тех, с кем уже идет совместная работа, так и тем которые являются потенциальными партнерами.

Блок 4. Разработка банком оптимальной схемы кредитования инвестиционного проекта.

Для решения данной задачи понадобятся: результаты анализа бизнес-плана реализации инвестиционного проекта; материалы проведенного обследования предприятия и данные о качестве функционирования банков-партнеров.

Фактически у банка теперь есть вся необходимая информация для оценки инвестиционной кредитоспособности предприятия и представление о качестве функционирования партнеров. Для принятия конкретных решений - какие суммы, на какие сроки, в каком виде и на каких условиях банк может предоставить — ему необходимо руководствоваться заранее продуманной стратегией исходя из "дерева целей" и системы планов коммерческого банка. В тактическом плане основные типовые решения могут быть предусмотрены в кредитной политике банка для периода, соответствующего сроку кредитования данного проекта.

Блок 5. Правовое обеспечение инвестиционного кредитования.

При проектном кредитовании инвестиционный проект и бизнес-план его практической реализации должны быть настолько качественно подготовленными, что сами могут являться неплохим обеспечением предоставленных кредитов.

При реализации инвестиционного кредитования предприятий не только повышается риск предоставления ссуд, но и резко возрастают требования к ка-

честву договорной деятельности. В отдельных случаях, дополнительно может быть принят бизнес-план, маркетинговое исследование или финансовая отчетность заемщика.

Одним из важнейших этапов процесса кредитования является - финансовый анализ потенциального заемщика, на основе которого принимается решение о предоставлении кредита. Анализ производится на основании определения и сравнения следующих коэффициентов:

1) Коэффициенты соотношения собственного и заемного капитала.

- К1 - коэффициент автономии;
- К2 - коэффициент мобильности;
- К3 - коэффициент маневренности;
- К4 - Отношение собственного капитала к общей задолженности;

2) Коэффициенты эффективности (оборачиваемости).

- К6 - отношение выручки от реализации к сумме немобильных средств;
- К7 - коэффициент деловой активности;
- К8 - отношение выручки от реализации к сумме мобильных средств.

3) Коэффициенты прибыльности.

- К9 - рентабельность выручки;
- К10 - рентабельность активов;
- К11 - рентабельность собственного капитала;
- К12 - отвлечение средств из прибыли.

4) Коэффициенты ликвидности.

- К13 - коэффициент покрытия задолженности;
- К14 - коэффициент общей ликвидности;
- К15 - коэффициент текущей ликвидности;
- К16 - соотношение дебиторской и кредиторской задолженностей;
- К17 - коэффициент обслуживания банковского долга.

Очень часто на практике предприятие, выбрав рентабельный проект, сталкивается с дефицитом денежных средств для его воплощения. В таких

случаях целесообразно осуществить дополнительные расчеты с учетом возможности привлечения внутренних и внешних источников финансирования.

Привлечение заемных средств, для реализации проекта нередко повышает рентабельность собственного капитала вложенного в него. Однако это возможно в том случае, если доходность инвестиций выше «цены кредита» (ставки процента за кредит).

Низкая процентная ставка, характерная для мягкой кредитно-денежной политики государства приводит к увеличению инвестиций, а значит, и к расширению производства, и, наоборот, высокая процентная ставка сдерживает капитальные вложения в реальный сектор экономики. Эта регулирующая функция процентной ставки реализуется через распределение денежного и не денежного (физического) капитала среди различных компаний и инвестиционных объектов. Процентная ставка распределяет инвестиции между теми объектами, которые имеют рентабельность большую, нежели используемая для расчетов процентная ставка. В этом случае появляется реальная возможность покрыть финансовые издержки, связанные с привлечением внешнего финансирования. При этом процентная ставка по заемным средствам, как правило, уже учитывает релевантную степень неопределенности получения ожидаемых результатов (поправку на риск) и прогнозируемый уровень инфляции.

Зависимость между уровнем инвестиций и величиной процентной ставки является не просто теоретической гипотезой. Эта взаимосвязь определяется объективными законами функционирования рыночной экономики. Однако существует проблема точного определения количественной зависимости между динамикой инвестиций и ставкой процента, когда происходит значительное повышение ставки рефинансирования, а именно с этим финансовым показателем связывают изменения цены инвестиционных кредитов, которые выступают важнейшими источниками средств финансирования капиталовложений. Увеличение ставки рефинансирования

на один процентный пункт приводит к снижению темпов инвестиций в основной капитал примерно на 0,3 процентного пункта.

Чтобы обеспечить устойчивый темп прироста капиталовложений в размере 5% в год, необходимо помимо прочих условий (принятие законодательных актов, защищающих права инвесторов; политическая стабильность; низкий уровень инфляции и отсутствие ее роста вообще) стабильное удержание ставки рефинансирования не выше уровня 20% годовых [22, с.6].

Для активизации инвестиционной активности банков целесообразно:

- дальнейшее понижение учетной ставки Банка России,
- снижение доходности вложений в государственные долговые обязательства,
- стабилизация ситуации на рынке межбанковских кредитов, усиление внутренней устойчивости коммерческих банков,
- развитие межбанковского кредитования крупных инвестиционных проектов с целью распределения кредитных потенциальных рисков между несколькими кредиторами.

Чтобы на реализацию инвестиционного проекта можно было мобилизовать достаточные финансовые ресурсы то и сам проект и предприятие должны быть инвестиционно привлекательны с финансовой точки зрения. Инвесторы предпочитают финансировать проекты с помощью заемных средств при получении сравнительно дешевых кредитов. Как собственные, так и заемные инвестиционные ресурсы должны обеспечивать предприятию экономическую отдачу (будущий денежный поток), превышающую стоимость их привлечения с фондового или кредитного рынка.

Для финансирования инвестиционных проектов могут предоставляться среднесрочные или долгосрочные займы. К среднесрочным займам обычно относятся ссуды выдаваемые на срок 5 лет. Займы предоставленные на срок свыше 5 лет относятся к долгосрочным.

Долгосрочные кредиты коммерческих банков целесообразно направлять в реальные и быстрореализуемые проекты с высокой нормой прибыльности инвестиций. Долгосрочные кредиты банков повышают ответственность заемщиков за рациональное использование финансовых ресурсов благодаря возвратности и платности заемных средств.

Для оформления инвестиционного кредита, заемщик предоставляет ликвидное обеспечение, достаточное для покрытия всей суммы основного долга, процентов и других платежей по кредиту. Имущество, являющееся предметом залога (кроме ценных бумаг и товаров в обороте) должно быть застраховано. На основе проведенного анализа пакета документов предоставленного для получения кредита, результатов экспертиз и проверок, другими словами после определения инвестиционной привлекательности предприятия, коммерческие банки, располагающие достаточно крупным собственным капиталом, могут предоставлять заемщикам длительные и рискованные кредиты на срок более одного года. Такие кредиты обычно связаны с осуществлением капитальных вложений предприятий по строительству, расширению, реконструкции и техническому перевооружению объектов производственного назначения, созданию научно-технической продукции и других объектов собственности.

Каждый платеж по кредиту на инвестиционный проект состоит из двух компонентов:

- возмещение основной суммы инвестиционного кредита;
- возврат процентов за пользование инвестиционным кредитом.

Инвестиционные кредиты в настоящее время используются с различными условиями платежа:

- с равномерными платежами в течение всего срока амортизации кредита;
- с плавающей ставкой, т.е. ставка процента за пользование кредитом меняется в соответствии с изменением ставки рефинансирования;

- с растущими платежами, т.е. процентные платежи постоянны или плавающие, а амортизация основного долга увеличивающаяся.

Ключевым вопросом создания условий для привлечения кредитных ресурсов в сферу инвестиционного кредитования является процедура выдачи кредитов на инвестиционные проекты, правил оценки платежеспособности заемщика и обслуживания кредитов, оценки инвестиционной привлекательности, а так же финансовых инструментов для привлечения средств.

Инвестиционная привлекательность характеризуется имеющимися у фирмы активами, собственным капиталом, стоимостью и резервами. В рамках учета по цене замещения баланс не отражает текущего финансового положения, так как в любой версии учета по цене замещения величины, присвоенные активам, не являются денежным эквивалентом имеющихся в наличии активов.

Инвестиционный кредит и проценты по нему выплачиваются в форме ежемесячного платежа, рассчитанного по формуле аннуитетных платежей. При этом ежемесячный платеж включает полный платеж по процентам, начисляемым на невыплаченную часть кредита, а также часть самого основного долга по кредиту, рассчитываемую таким образом, чтобы все ежемесячные платежи при фиксированной процентной ставке были равными на весь период кредитования. Это удобно, как для заемщика, он может планировать, так и для финансовых организаций предоставляющих кредит.

Использование принципов индикативного планирования и прогнозирования в системе инвестиционного кредитования строительных предприятий предполагает учет взаимодействия факторов и их влияния на ситуацию в строительстве в последующие периоды. С учетом меняющейся роли и места плановых методов в экономическом механизме, новых подходов к принципам их воздействия на строительную индустрию, должна формироваться система планирования, соответствующая современному этапу производственных отношений в строительстве. Системе рыночных

отношений соответствуют индикативные формы и методы планирования, при которых используются «мягкие» формы воздействия, механизмы косвенного влияния на планируемый объект.

Сущность индикативного планирования состоит в рекомендательном, ориентирующем характере его показателей, добровольности выбора строительными компаниями предлагаемых вариантов привлечения средств для решения инвестиционных проектов в данной отрасли, или наоборот выбор кредитной организацией наиболее инвестиционно привлекательной строительной компании для финансирования ее инвестиционных проектов.

Прежде всего в сферу планирования должны включаться экономические рычаги воздействия на кредитора, заемщика, на инвестиционный рынок. При этом в систему показателей индикативных планов должны быть обязательно включены: среднегодовые показатели инвестиционной привлекательности предприятия, уровни процентных ставок по среднесрочным и долгосрочным кредитам, показатели срока окупаемости и платежеспособности и т.д. Наряду с этим для принятия верных решений о выгодных капиталовложениях в инвестиционные проекты необходимо как оперативное прогнозирование, так и более долгосрочное (на случай предоставления долгосрочных ссуд). Наиболее же целесообразным является ориентирование на период разработки среднесрочных прогнозов, то есть на 3-5 лет (в случае предоставления среднесрочных кредитов).

Индикативное планирование является одним из важнейших компонентов, который направлен на повышение эффективности инвестиционного кредитования проектов строительной индустрии, предусматривает и прогнозирует новые тенденции данного направления, которые следует ожидать в предстоящий период.

В связи с этим нами предложена модель инвестиционного кредитования строительных компаний г. Ставрополя с учетом показателей участвующих в индикативном планировании.



Рис. 3 Модель инвестиционного кредитования проектов с учетом показателей участвующих в индикативном планировании

При прогнозировании финансирования инвестиционных проектов за счет банковских ссуд необходимо использовать следующие правила:

- проекты со сроком окупаемости, меньшим, чем установленный инвесторами нормативный промежуток времени, принимаются;
- с большим сроком окупаемости - отвергаются;
- из нескольких взаимоисключающих проектов следует принимать проект с меньшим значением срока окупаемости.

Согласно предложенной модели (рисунок 3) проведен прогноз движения средств, поступивших из внешних источников на финансирование инвестиционных проектов сроком на 5 лет. Финансирование проектов осуществляется за счет банковской ссуды в размере под 18% годовых. Предлагается два варианта, требующих равных стартовых капиталовложений (2400 тыс. руб.).

Анализ данных позволил сделать следующие выводы:

При первом варианте наилучший показатель $NPV = 809,6$ тыс. руб. принадлежит предприятию ООО Траст-М, при этом и коэффициент инвестиционной привлекательности больше, у данного предприятия. Следовательно, принятие проекта на данном предприятии обещает наибольший прирост капитала.

При втором варианте в качестве нормативного промежутка времени может выступать срок возврата основной суммы долга и процентной суммы, установленный банком по выданному коммерческой организации инвестиционному кредиту. Реализация инвестиционного проекта может быть осуществлена при условии получения целевого кредита, срок погашения которого наступит через 5 лет. В случае, если расчетный срок окупаемости проекта предприятия 1361-УНР равен 1,79 года, то можно предположить что, при этих условиях финансирования данный вариант капиталовложений экономически целесообразен.

Таблица 22

Прогноз целесообразности предоставления инвестиционных кредитов строительным компаниям

Период времени	ООО Траст-М Начальные инвестиционные затраты (-) и чистые денежные потоки (+,-), тыс. руб	ЗАО Алеф Начальные инвестиционные затраты (-) и чистые денежные потоки (+,-), тыс. руб	1361 УНР Начальные инвестиционные затраты (-) и чистые денежные потоки (+,-), тыс. руб
Начальный период 0	-2400	-2400	-2400
1 год	0	200	600
2 год	200	600	1800
3 год	500	1000	1000
4 год	2400	1200	500
5 год	2500	1800	400
Показатели			
NPV (чистая текущая стоимость)	809,6	556,4	689,0
PI (индекс рентабельности инвестиций)	1,337	1,231	1,29
IRR(внутренняя норма рентабельности)	22,31%	20,9%	27,8%
PB(показатель срока окупаемости)	2,33 года	2,0 года	1,79 года
Кфт привл. (коэффициент инвестиционной привлекательности)	1,37	1,1	1,02

Использование показателя срока окупаемости в прогнозировании и оценки эффективности среднесрочного кредитования инвестиционных проектов, на наш взгляд, обусловлено следующими его положительными качествами: легкость расчета, достаточная простота для понимания и приемлемость в качестве субъективного критерия в оценке проектного риска (при большом сроке окупаемости можно говорить о значительной степени неопределенности получения ожидаемых инвестиционных результатов, в то время как окупаемость проекта в краткосрочном периоде свидетельствует об относительно низком уровне риска).

Однако, несмотря на преимущества данного показателя, он имеет ряд серьезных недостатков, которые нельзя не учитывать.

Во-первых, срок окупаемости игнорирует временную ценность денежных вложений. Другими словами, РВ оценивает по одинаковой стоимости денежный поток, производимый в конце срока окупаемости и производимый в начальных периодах реализации проекта.

Во-вторых, данный показатель игнорирует денежные потоки по ту сторону срока окупаемости, что может привести к недооцениванию привлекательности какой-либо инвестиции.

В-третьих, срок окупаемости в отличие от показателя NPV обладает свойством аддитивности, т.е. показатель срока окупаемости различных проектов нельзя суммировать. Некоторые слабые стороны данного показателя устраняются применением на практике показателя дисконтированного срока окупаемости. В этом случае находится период, в котором текущая стоимость чистых денежных потоков будет равна начальным инвестиционным затратам. Принимая в расчет фактор времени, показатель дисконтированного срока окупаемости всегда будет больше, чем показатель срока окупаемости.

Следует отметить, что показатель NPV может быть использован не только для сравнительной оценки эффективности проектов на предварительном этапе их рассмотрения, но и как критерий их последующей реализации. Проекты, по которым NPV является отрицательной величиной или равна нулю,

неприемлемы для инвестора, так как не принесут ему дополнительного дохода на вложенный капитал. Проекты с положительным значением данной величины ($NPV > 0$) позволяют увеличить первоначально авансированный капитал инвестора. Важным достоинством NPV является то, что этот показатель для различных проектов можно суммировать. Данное свойство позитивно и выделяет этот критерий из всех остальных, что позволяет использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля любого предприятия.

Еще одно из достоинств показателя чистой текущей стоимости заключается в том, что данный показатель характеризует прогнозируемую величину прироста капитала предприятия в случае реализации предлагаемого инвестиционного проекта. Поэтому предпочтение необходимо отдавать показателю чистой текущей стоимости (NPV).

Следовательно, первый прогнозный вариант – по чистой текущей стоимости эффективнее второго - по сроку окупаемости.

Следующий вопрос нашего исследования относится к процентным платежам по инвестиционному кредиту, а именно возможности или невозможности их капитализации.

Так как деньги являются оборотным активом, то процент за пользование денежными средствами является вознаграждением за относительное использование ликвидных средств. В данном случае действует теория предпочтения ликвидности, которая тесно взаимосвязана с теорией предпочтения текущих потребностей, согласно которой повышение уровня потребления в будущем происходит благодаря процентным доходам.

Профессора Э.С. Хендриксен и М.В. Ван Бреда рассмотрели интересный пример капитализации процентов по корпорации Georgia Pacific Fooduote, которая чистые операционные расходы по новым строительным проектам на их подготовительной стадии переносит на будущие отчетные периоды и амортизирует их в течение 5 лет. Капитализация процентов корпорацией по данному проекту осуществляется в случае, когда время строительства

определено и имеют место существенные расходы. Этот процент начисляется на имущество, здания и оборудование и амортизируется на протяжении срока эксплуатации данных объектов, для того чтобы правильно произвести соотношение расходов с доходами от использования средств.

По вопросу целесообразности капитализации процентов при строительстве с использованием кредитов и до введения активов в эксплуатацию существуют различные точки зрения:

- проценты не капитализировать;
- капитализировать проценты, которые фактически заплачены за целевые кредиты;
- капитализировать все проценты по заемному капиталу независимо от целей использования;
- капитализировать проценты по всем вложенным средствам, независимо от того, заемные они или получены из собственных источников;
- причитающиеся по долгосрочным кредитам и займам проценты не капитализировать;
- причитающиеся по краткосрочным кредитам и займам проценты не капитализировать;
- включение в себестоимость фактической суммы процентов, но не больше общей суммы с собственного и заемного капиталов;

Нами проведено исследование экономической целесообразности капитализации процентов по инвестиционному кредиту (таблица 23). Согласно проведенному исследованию, экономически более целесообразно включать проценты по инвестиционным кредитам в себестоимость инвестиционного проекта, т.к. проценты формируют себестоимость проекта, являются нереализованной прибылью, замещают собственное финансирование, являются расходами предприятия, соответствуют принципу соответствия затрат будущей прибыли, формируют реальную стоимость проекта. Проценты, уплаченные по кредиту, точно идентифицированы и

определены, что является еще одним доказательством того, что они должны быть включены в состав себестоимости проекта.

Таблица 23

Экономическое обоснование целесообразности капитализации процентов по инвестиционному кредитованию.

Доводы по включению процентов в себестоимость капитальных вложений	Доводы по нецелесообразности капитализации процентов
1. Уплаченный процент за привлечение в производство капитала формирует себестоимость продукции.	1. Проценты имеют отношение к финансовым результатам, а не к затратам.
2. Начисленные проценты формируют себестоимость инвестиционных проектов и являются нереализационной прибылью.	2. Отсрочка финансовых расходов может привести к завышению суммы текущего дохода.
3. Сумма процента представляет из себя, расходы и отражает сумму затрат, которую можно избежать, если перейти на собственное финансирование проекта.	3. При отсутствии в текущем периоде прибыли отсрочка финансовых расходов может привести к занижению фактических убытков.
4. Соизмерение фактических процентов за кредит с возможными со всей суммы источников, как собственных, так и заемных средств.	4. Затраты на проценты не имеют места в случае достаточности собственного капитала.
5. Капитализируемый процент трактуется как расход предприятия.	5. Размер процентов субъективен, поэтому их реализация сомнительна.
6. При возникновении существенных расходов по процентам и определенной продолжительности реализации проекта, возможно определение реальной стоимости проекта.	6. Соотношение между собственным и заемным капиталом зависит от финансовой устойчивости фирмы, носит субъективный характер, уровень процентов подвержен колебаниям, поэтому возможность их реализации неопределенна.

7.Предприятие не может получить прибыль в соответствии с принципом на вложенные средства до окончания проекта.	7.Неопределенность и значительные колебания текущей дисконтированной оценки основных средств в зависимости от предлагаемого уровня инфляции.
8.Так как показатель рентабельности имеет отношение к основным средствам в эксплуатации, то и начисленный процент нельзя относить по объектам инвестиционного проекта.	8.Невозможно доказать, что цена инвестиционного проекта зависит от суммы уплаченных процентов.
	9. Несопоставимость оценок частичных активов, с разной структурой собственного и заемного капитала.

Однако при проведении анализа установлено 9 доводов в пользу отражения процентов в составе финансовых результатов.

Одной из важных проблем инвестиционного кредитования является определение его эффективности с точки зрения соотношения между собственным и заемным капиталом. С точки зрения профессора, доктора экономических наук Серова В.М., если доля кредита превысит 30% от общей суммы инвестиционных средств, то при указанных условиях инвестор не сможет возратить кредит банку [147, с.13].

Но данные утверждения в достаточной степени не обоснованы, т.к. необходимо учитывать эффект финансового рычага. Эффект финансового рычага - концепция, согласно которой заемный капитал используется для уменьшения размеров собственного капитала, необходимого для данных инвестиций, в целях увеличения таким образом доходности [50, с.971].

Как следует из данных таблицы 24 эффект финансового рычага (ЭФР) достигается за счет того, что к норме прибыли на собственный капитал присоединяется прибыль, полученная благодаря использованию заемных средств, несмотря на их платность.

Расчет эффекта финансового рычага

	Доходность инвестиционных Проектов				
	Без рычага	Положительный рычаг	Отрицательный рычаг	Положительно-рисковый рычаг	Отрицательно-рисковый рычаг
Период инвестиционного кредитования	5 лет	5 лет	5 лет	5 лет	5 лет
Собственный капитал, д.е.	200	180	140	180	140
Инвестиционный кредит, д.е.	-	20	60	20	60
Цена инвестиционного проекта, д.е.	250	250	250	300	180
Прирост капитала, д.е.	+50	+50	+50	+100	-20
Сумма процентов из 20% годовых, д.е.	-	20	60	20	60
Чистый финансовый результат, д.е.	+50	+30	-10	+80	-80
Доходность собственного капитала, %	$\frac{+50}{200} \cdot 100\% = +25\%$	$\frac{+30}{180} \cdot 100\% = +16,7\%$	$\frac{-10}{140} \cdot 100\% = -7,14\%$	$\frac{+80}{180} \cdot 100\% = +44,4\%$	$\frac{-80}{140} \cdot 100\% = -57,1\%$

Рассмотренные пять вариантов рычаговых воздействий на доходность инвестиций (таблица 24) позволяют сделать вывод, что использование рычага, создает все предпосылки для определения реальной рентабельности вложений собственного капитала (в примере ЭФР колеблется от +44,4% до -57,1%). А именно при положительном значении ЭФР ($P_a > СП$) предприятие имеет прибавку к рентабельности собственных средств, при отрицательном же значении ЭФР ($P_a < СП$) вычит из доходности собственных средств, т.е. полученный банковский кредит использован неэффективно.

Но необходимо отметить, каким бы не был результат, кредит всегда связан со значительным риском.

Возможность стабильного удержания ставки рефинансирования, капитализация процентов за использование инвестиционных кредитов, использование финансового рычага в инвестиционном кредитовании создают необходимые предпосылки и условия совершенствования инвестиционных взаимоотношений в экономике страны.

3.2 Оптимизация механизма производных отчетных данных в условиях инвестиционного кредитования

Наличие достаточных инвестиционных ресурсов и их рациональное использование являются долгосрочным фактором развития национальной экономики. Система инвестиционного кредитования создаваемая в Российской Федерации включает несколько вариантов организации взаимоотношений между контрагентами. Для финансового обеспечения перспективных проектов могут быть использованы следующие семь источников финансирования:

- собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы инвесторов (чистая прибыль, амортизационные отчисления, средства выплачиваемые органами страхования и т.д.);
- заемные средства (банковские кредиты, облигационные займы и т.д.);

- привлеченные средства (средства, полученные от эмиссии акций, паевые и иные взносы юридических и физических лиц в уставный капитал);
- денежные средства, централизуемые добровольными союзами предприятий и финансово-промышленными группами, а также мобилизуемые застройщиками в порядке долевого участия в строительстве объектов;
- средства федерального бюджета, предоставляемые на безвозмездной и возмездной основе, а также средства бюджетов субъектов РФ;
- средства, предоставляемые иностранными инвесторами в форме кредитов, займов, взносов в уставные капиталы российских предприятий;
- кредиты и займы, предоставляемые России международными финансово-кредитными организациями и другими государствами по гарантии правительства РФ.

Конечно, ни один из перечисленных источников не является единственно возможным и гарантированным для крупных и средних вложений. Для многих проектов целесообразно привлечение комбинированных источников финансирования. Инвестиционный процесс ограничен главным образом простым воспроизводством основного капитала. Он предполагает отвлечение значительной части валового внутреннего продукта от текущего потребления на цели накопления. Инвестиционные ресурсы исключаются из расширенного воспроизводства на весь период до ввода в действие проектов.

В дальнейшем вложенные средства возвращаются инвестору в процессе эксплуатации объектов строительства (за счет выручки от продажи товаров). Большая длительность инвестиционного цикла и высокая стоимость строящихся объектов требуют выделения специальных ресурсов (материалов, оборудования и т.п.), экономический оборот которых опосредуют денежные средства. Каждая из выше изложенных схем предполагает участие многих контрагентов в операциях инвестиционного кредитования и банкротство любого звена может привести к значительным потерям ресурсов. Поэтому одной из проблем инвестиционного кредитования является процесс

отслеживания стоимости чистых активов и ее изменения за определенный период.

Богатство, благосостояние – это стоимость активов, принадлежащих лицу или группе лиц. Экономическая наука началась с изучения природы богатства (например, труд Адама Смита «Богатство народов») и того, как оно меняется в течение данного периода. Кейнсианская теория стремилась сделать основной упор на доход, однако сейчас считается, что доход лишь оказывает влияние на поведение индивидов, поскольку влияет на их благосостояние [185, с. 447-448].

Такой подход определения богатства основан на показателе чистых активов как разницы между активами и обязательствами.

Другой подход базируется на определении чистых пассивов, их структуры, т.е. достаточности капитала. Этот показатель является одним из главных факторов развития экономики. Он определяется от стоимости активов, скорректированных на риск.

Применяются самые разнообразные методы определения рыночной стоимости собственного капитала:

- метод определения стоимости собственного капитала;
- метод дивидендов;
- метод доходов;
- метод оценки риска;
- модель определения цены капитальных активов (САРМ);
- метод добавленной стоимости акционерного капитала;
- метод нулевых производных отчетов;
- метод органических производных отчетов;
- метод актуарных производных отчетов;
- метод ликвидационных балансов;
- комбинированные методы, например, наименьшей – наибольшей из нескольких возможных (RP – стоимость для предприятия, NRV – цена

возможной реализации, PV – текущая приведенная стоимость), что показано в таблице 25.

Таблица 25

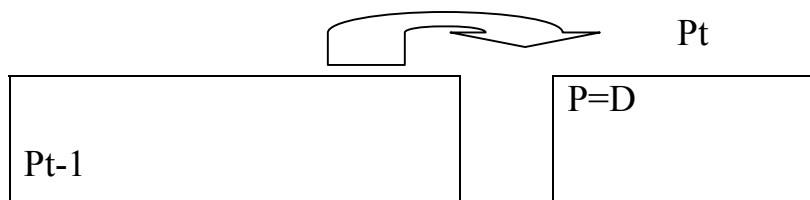
Расчет стоимости для предприятия.

Комбинированные методы стоимости предприятия	Возможные варианты	Стоимость предприятия с учетом возможных вариантов
Наименьшая из RP и PV	$NRV > PV > RP$	RP
	$NRV > RP > PV$	RP
Наибольшая из RV и NRV	$PV > RP > NPV$	RP
	$PV > NPV > RP$	RP
	$RP > PV > NPV$	RV
	$RP > NPV > PV$	NPV

Следовательно, при оценке участников инвестиционного кредитования необходимо различать такие показатели, как благосостояние и прибыль.

Благосостояние характеризуется различными показателями чистых активов и чистых пассивов. Существует несколько уравнений, позволяющих определить чистые активы исходя из статической и динамической теории (таблица 12), где во всех случаях чистые активы характеризуют реальную стоимость капитала в определенных условиях. Чистая стоимость, это собственный капитал, общие активы минус общие обязательства.

В конечном итоге, разница между благосостоянием и прибылью может быть представлена данными рисунка И.



P_{t-1} – благосостояние в момент $t-1$ P – прирост благосостояния за период $t-1$ до t

P_t – благосостояние в момент t D – прибыль

Рис. И Сущность дохода и благосостояния

Экономическая концепция дохода более абстрактна. В соответствии с ней доход определяется как максимальная стоимость, которую компания может потребить за данный период времени, так, чтобы в конце периода благосостояние было не ниже, чем в начале. Такого исторического определения дохода, данное экономистом, лауреатом Нобелевской премии 1972г. Дж. Хиксом.

Во всех случаях организации инвестиционного кредитования, как в одиночных схемах источников финансирования, так и в смешанных возникает проблема достоверности информации, особенно в отношении оценки стоимости. Сложность проблемы определяется многими факторами:

1. Оценка стоимости предприятия определяется многими факторами и главное правильно определить финансовые результаты и рыночную стоимость.

2. Чистые активы определяются соизмерением активов с обязательствами в разных оценках: балансовой, коммерческой, залоговой, текущей, ликвидационной и др. Наиболее широко применяется версия учета по текущей оценке.

Британский правительственный комитет по учету в условиях инфляции, рекомендовал в корне отказаться при составлении финансовой отчетности от традиционной стоимости в пользу «стоимости для предприятия».

3. Чистые пассивы представляют из себя источники средств в определенной структуре (уставный капитал, резервный капитал, добавочный капитал, неиспользованная прибыль, наращенная стоимость, полученные в результате условной реализации активов и удовлетворения обязательств в рыночных ценах с учетом риска потери активов и удовлетворения обязательств).

Профессор Я.В. Соколов подчеркивал, что актуарными оценками непременно должно учитываться обесценение имущества. С этой целью договор страхования предусматривает проведение через определенный промежуток времени переоценок. Неизменность же оценок может обернуться

для страховых организаций убытком, поскольку выплачиваемая ими премия окажется больше действительной стоимости имущества.

Оба эти показателя определяются в расчете на одну акцию участника ипотечного рынка, хотя здесь преобладает показатель чистых активов.

Стоимость чистых активов - расчетная стоимость каждой акции взаимного фонда, представляющая чистую рыночную стоимость тех ценных бумаг, которые находятся в портфеле взаимного фонда.

4. Для определения реальной рыночной стоимости предприятия необходимо учесть условные активы и обязательства, условные факты хозяйственной деятельности и произвести многочисленные другие корректировки.

Дело в том, что баланс составляется в учетных ценах первоначальной направленности и не все факторы, кроме того, учтены в нем.

По мнению же профессора Гарвардского университета Вильяма Рипли, баланс подобен фотографическому снимку, фиксирующему состояние фирмы в определенный момент. Иногда баланс определяют как сопоставление средств предприятия и их пополнение через прирост.

Один из старейших подходов к трактовке баланса состоит в использовании метода активы / кредиторская задолженность, который представляет собой перечень активов и кредиторской задолженности фирмы; разница между ними составляет остаточный капитал собственников, образуя при этом две стороны баланса. Актив и пассив необходимо корректировать на многочисленные факторы. К числу таких факторов в условиях инвестиционного кредитования можно отнести нижеследующие:

- переоценка отдельных объектов основных средств;
- корректировка некоммерческих активов на индекс изменения общего уровня цен;
- переоценка многих объектов по цене замещения;
- постановка на учет условных фактов хозяйственной деятельности;
- уточнение стоимости нематериальных активов;
- отражение переоцененных пассивов и недооцененных активов;

- учет рисков потери активов и необеспечения обязательств;
- отражение по балансу залогов и гарантий;
- отражение по отчетности производных финансовых инструментов, в соответствии с требованиями 39 международного стандарта финансовой отчетности;
- корректировки, вызванные изменением законодательства;
- учет платы за землю.

5. Всем экономистам хорошо известно, что в том виде, в каком представлены разного рода отчетные формы, они не могут быть использованы для целей управления инвестициями и принятия решений, и особенно в сфере оценки стоимости предприятия, так как баланс составлен в исторических ценах.

Как правильно, заметил профессор Минцберг, «обратная информация, как правило, ограничена рамками, ей не хватает полноты, зачастую ответственные за ее предоставление сотрудники оказываются не в состоянии уловить важные внешнеэкономические или не поддающиеся количественному выражению факты. А потому менеджеры тратят массу времени на создание собственных информационных систем, которые учитывали бы все многообразие контактов и данных любого рода» [122, с. 62].

Такой информационной системой, обеспечивающей получение достоверной информации, используемой в инвестиционном кредитовании для определения реальной рыночной конкурентоспособности участников (инвесторов, страховщиков, банков, заказчиков, подрядчиков), является использование системы производных отчетных данных.

Впервые система производных отчетов в России была разработана профессором, доктором экономических наук В. И. Ткач и учениками, профессорами, докторами экономических наук Н. А. Бреславцевой, И. Н. Богатой, доцентами, кандидатами экономических наук Г. Е. Крохичевой, Д. В. Курсеевым, Т. О. Кубасовой, И. М. Агеевым, И. Ф. Сеферовой. А. П. Рудановский, опираясь на постулат Пизани, вводил в баланс помимо актива и

пассива, еще и отчет о финансовых результатах, именуя его бюджет. Актив и пассив составляли статику, бюджет - динамику баланса.

Это была первая попытка частичного формирования производного отчета. Но вопрос использования производных отчетных данных в системе инвестиционного кредитования оставался по прежнему не разработанным.

В настоящее время в системе производных отчетов используются нулевые, органические, ликвидационные и дифференциальные отчеты, составленные соответственно в различных ценах (рыночных, ликвидационных). Для целей инвестиционного кредитования важны залоговая, рыночная и балансовая стоимости. Залоговая стоимость активов различного вида (жилых, административных и складских зданий, запасов материально - производственных ресурсов, дебиторской задолженности, нематериальных активов и т. д.) по данным предприятий строительной индустрии г. Ставрополя колеблется от 3 до 65 % их рыночной стоимости, а отсюда составление актуарного производного отчета позволит определить залоговую рыночную стоимость заказчиков, инвесторов, страховщиков, банков и других участников процесса инвестиционного кредитования.

Использование актуарных производных отчетных данных в системе инвестиционного кредитования строительных организаций создает определенную устойчивость инвестиционного кредитования, что очень важно для предприятий строительной индустрии г. Ставрополя.

Например, 1361 УНР филиал ГУП 437 ВСУМО РФ на 1 января 2002 года имело чистые активы по балансовой стоимости в сумме 4218,0 тыс. руб., а с учетом залоговых оценок в рыночной стоимости - отрицательные чистые пассивы 746,0 тыс. руб., при полученном от заказчиков финансировании на строительство. Строительная фирма ООО «Траст-М» г. Ставрополь на 1 января 2002 года отразила в балансе чистые активы в сумме 8031,0 тыс. руб., рыночная залоговая стоимость которых составляла отрицательную величину 8259,0 тыс. руб., при полученном от инвесторов финансировании на строительство в сумме 1012,0 тыс. руб.

В результате использования актуарных отчетных данных установлено, что в 1361 УНР филиал ГУП 437 ВСУМО РФ залоговая рыночная стоимость чистых активов составила отрицательную величину в сумме 746,0 тыс. руб., а следовательно организация не интересна инвесторам для дальнейшего сотрудничества. ООО «Траст-М» по состоянию на 1 января 2002 года имело чистых активов на сумму 228,0 тыс. руб. (8259,0 - 8031,0). Так как залоговая рыночная стоимость имеет положительную величину, то инвесторам с данной строительной фирмой стоит продолжать сотрудничество.

Для составления актуарного производного отчета необходимо отразить продажу активов в залоговой рыночной стоимости, удовлетворить обязательства, т. е. условно отметить их, и полученный результат будет характеризовать залоговую рыночную стоимость чистых активов.

Использование актуарных производственных выкладок обеспечит контроль за сохранностью собственности в строительстве в условиях использования системы инвестиционного кредитования.

ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В современных условиях традиционных подходов и приемов, используемых при оценке стоимости предприятия и его инвестиционной привлекательности, явно не хватает. Это связано с нарастающей конкуренцией в мировых масштабах, глобальными экономическими спадами. Возникает настоятельная необходимость систематизации и расширения арсенала аналитических инструментов при помощи, которых предприятия могли оценивать стоимость и инвестиционные потоки.

Как отмечает профессор Соколов Я.В.: «Умение пользователя бухгалтерской отчетностью определить, на какой стадии развития находится фирма - его основная задача как ответственного финансиста, как любого другого пользователя. Задача администрации и, прежде всего, ответственного финансиста, сделать все для того, чтобы фирма как можно дольше находилась в третьей стадии (зрелость) [Цит. по 96, с. 555]. Все задачи, связанные с оценкой стоимости могут быть сведены к одной общей стратегической задаче - увеличение чистых активов, чистых пассивов предприятия, росту стоимости предприятия.

Вопросы оценки стоимости, инвестиционной привлекательности и обеспечения информационной открытости являются на современном этапе неотъемлемой частью экономической политики и стратегии, не только на уровне предприятия, но и на государственном уровне.

Проведение взвешенной макроэкономической политики на уровне государства и политики на уровне конкретных предприятий, создание благоприятной конъюнктуры на мировых рынках невозможно без применения концепции стратегической оценки стоимости. Концепция стратегической оценки стоимости позволяет формировать релевантную информацию для оценки инвестиционной привлекательности предприятий. В процессе рационального использования данной концепции на микроуровне происходит увеличение показателей, характеризующих его стоимость. На макроуровне это выражается в росте валового внутреннего продукта.

Концепции стоимостной оценки предприятия выполняет и социальные функции путем реализации стратегической задачи социально-экономического развития - обеспечения повышения доходов на душу населения, снижения уровня бедности.

Укрепление и защита прав частной собственности на современном этапе экономического развития Правительство Российской Федерации и Банк России считают основными элементами улучшения инвестиционного климата. Организация стратегической оценки стоимости предприятия актуальна для предприятий различных форм собственности и организационно-правовых форм и является частью антикризисного управления, позволяющего предотвращать кризисные ситуации.

В настоящее время недостаточное внимание уделяется вопросам инвестиционной привлекательности предприятия, кредитованию инвестиционных проектов на базе концепции стоимостной оценки предприятия. В России практически не используется анализ инвестиционной привлекательности предприятия, основанный на оценке ее стоимости.

Анализ эволюции учетно-аналитических теорий как важнейших источников для процессов оценки стоимости предприятия позволил сделать вывод о том, что современный этап концепции инвестиционной привлекательности предприятия в системе стоимостной оценки предполагает гармонизацию общепринятой методологии отчетности и трансформации отчетности, в том числе с применением производных отчетных данных.

Для российских предприятий актуализируется проблема принятия стратегически и тактически верных решений по стоимостной оценке. Фаза жизненного цикла и осуществляемые предприятием стратегии определяют базовые требования к основным подходам к оценке стоимости предприятия, построению системы инвестиционного потенциала. Концепция стратегической оценки стоимости предприятия представляет собой синтез финансовых потоков и использование информационных потоков о внешних факторах макросреды.

Концепция стратегической оценки стоимости предлагаемая диссертантом, включает в себя 3 взаимосвязанных блока:

1 блок - модули, содержащие отражение стоимости на различных жизненных фазах предприятия;

2 блок - методология ориентированная на оценку стоимости бизнес-линий и предприятия как единого имущественного комплекса;

3 блок - учетные модели оценки стоимости предприятия.

Диссертантом разработана общая модель оценки стоимости предприятия (модель 1-го уровня и модели 2-го уровня):

- модель оценки стоимости создаваемого предприятия;
- модель оценки стоимости действующего, либо реорганизуемого предприятия;
- модель оценки стоимости ликвидируемого предприятия.

Данные модели предполагают многовариантность, выбор конкретной модели зависит от выбора параметров модели. Наиболее исчерпывающей является модель, основанная на данных стратегической оценки стоимости, поскольку именно в ней возможно учесть неопределенность.

Стратегическая оценка стоимости предприятия позволяет создать учетную систему адекватную современным рыночным отношениям, с максимальной отдачей использовать ресурсы, которыми располагает предприятие и является важнейшим информационным источником его инвестиционного потенциала.

В ходе исследования было установлено, что оценка стоимости предприятия имеет свою специфику на различных фазах жизненного цикла предприятия и зависит от осуществляемых стратегий (общих, конкурентных, диверсификационных, стратегий управления риском).

Оценить стоимость можно на основе системы показателей. Важнейшими в данной системе являются показатели, характеризующие стоимость предприятия. Эти показатели могут быть использованы для разработки долгосрочной стратегии, направленной на достижение устойчивого

преимущества перед конкурентами, установления корпоративного контроля, повышения эффективности деятельности по предприятию.

Управление инвестиционными потоками на основе коммерческого подхода оценки стоимости позволяет осуществлять анализ процесса создания стоимости в разрезе отдельных сегментов предприятия, эффективно управлять его портфелем, наращивая рыночную стоимость предприятия.

Важную роль в стратегической оценке стоимости отводится производным отчетным данным. В ходе исследования рассмотрены различные виды производных отчетных данных, которые могут использоваться для оценки стоимости предприятия, оценки перспектив его развития, прогнозирования банкротства и т.д. При построении производных отчетов, на основе данных стратегической оценки стоимости принимаются во внимание факторы внешней макросреды. Концепция стратегической оценки стоимости предполагает учет неопределенности с помощью различных методов: модель CAPM, метод оценки риска, метод доходов и т.д.

Для оценки инвестиционной привлекательности предприятия наиболее приемлема вычислительная процедура, дающая формализованный, однозначный ответ, а именно необходимо использовать показатель или совокупность показателей, которые давали бы не приблизительную оценку явления, не характер его изменения, а количественно и точно оценивали бы его. Для этой цели предлагается использовать коэффициент - относительный показатель, характеризующий степень оценённости: отношение реальной (внутренней) стоимости к рыночной.

$$\text{Кфт} = \frac{\text{Реальная стоимость (внутренняя стоимость)}}{\text{Рыночная стоимость}} * 100 \%$$

Реальная стоимость (внутренняя стоимость) – объективная оценка стоимости предприятия, которая оценивает потенциал предприятия. Рыночная

стоимость – стоимость, сложившаяся на сегодняшний момент на рынке. Различия в этих оценках состоят в том, что первая, во-первых, показывает стоимость предприятия независимо от сегодняшней конъюнктуры рынка, а вторая учитывает ее, и во-вторых она действует в течение более продолжительного времени, а рыночная оценка показывает стоимость на конкретную дату.

После формирования «узкого списка» предприятий наиболее близких к инвестиционной привлекательности, осуществляется рейтинговая оценка (ранжирование по степени убывания инвестиционной привлекательности) попавших в него предприятий. Рейтинговая оценка основывается на выведении некоего комплексного показателя, который рассчитывается как сумма взвешенных репрезентативных коэффициентов характеризующих различные аспекты эффективности деятельности и устойчивости финансового состояния предприятия. Существенное влияние на выбор весов коэффициентов оказывают: характер кредитования и предельное ограничение по срокам окупаемости.

Составление рейтинга является завершением проведения оценки абсолютной и относительной инвестиционной привлекательности предприятий.

Конечным результатом произведенных расчетов является определение коэффициента инвестиционной привлекательности предприятия в количественном и формализованном виде, позволяющем сравнивать разные предприятия.

Коэффициент инвестиционной привлекательности предприятия представляет собой отношение реальной (внутренней) стоимости предприятия к его сегодняшней рыночной (уставной) стоимости. Рыночная стоимость представляет суммарную стоимость всех акций предприятия по цене их возможного сегодняшнего приобретения. Уставная стоимость представляет величину уставного капитала, указанную в балансе предприятия.

Информационное обеспечение инвестиционных операций в системе строительного комплекса находится в хаотичном состоянии, не систематизировано и, как следствие этого, не используется эффективно.

Изучение уровня информационного обеспечения инвестиционных отношений в системе строительного комплекса привело диссертанта к выводу, что для того, чтобы принять решение о кредитовании инвестиционных проектов, необходимо разработать модель определения инвестиционной привлекательности предприятия и апробировать ее на практике. При этом в основу методологии разработки модели диссертант взяла концепцию стратегической оценки стоимости предприятия.

Анкетное обследование, проведенное диссертантом по строительным предприятиям г. Ставрополя, показало, что ООО «Траст-М» наиболее инвестиционно привлекательно, т.к. вложив средства в данное предприятие, уже на момент сделки мы имели бы рентабельность 31%.

Рассматривая сферу инвестиционного кредитования, становится ясным, что релевантной информации совершенно недостаточно, т.к. отсутствуют данные о рыночной стоимости, эффективности инвестиционных проектов, и данные об инвестиционной привлекательности, что в свою очередь не позволяет оценить риски и их последствия.

Инвестиционный кредит и проценты по нему выплачиваются в форме ежемесячного платежа, рассчитанного по формуле аннуитетных платежей. При этом ежемесячный платеж включает полный платеж по процентам, начисляемым на невыплаченную часть кредита, а также часть самого кредита, рассчитываемого таким образом, чтобы все ежемесячные платежи при фиксированной процентной ставке были равными на весь кредитный период.

В соответствии с проведенным диссертантом исследованием, экономически более целесообразно включать проценты по инвестиционным кредитам в себестоимость инвестиционного проекта, так как проценты формируют стоимость продукции, являются нереализованной прибылью, замещают собственное финансирование, являются расходами фирмы, соответствуют принципу

соответствия затрат будущей прибыли, формируют реальную стоимость объекта, что приводит к тому, что они могут быть точно идентифицированы как расходы, формирующие себестоимость инвестиционного проекта.

Одной из важных проблем инвестиционного кредитования является определение его эффективности и, в первую очередь, с точки зрения соотношения между собственным и заемным капиталом. Ряд исследователей утверждают, что если доля кредита превысит 30 % от общей суммы инвестиционных средств, то при указанных условиях инвестор не сможет возратить кредит банку.

Но такие утверждения не обоснованы в достаточной степени, так как необходимо учитывать и рассчитывать эффект финансового рычага, влияющий на уровень доходности.

Нами проведено исследование финансовых рычаговых воздействий на доходность инвестиций. Рассмотрение пяти вариантов рычаговых воздействий на доходность инвестиций привело к выводу, что использование рычага создает условия для определения реальной рентабельности вложений собственного капитала, которая в нашем примере колеблется от +44,4 % до – 57,1 %.

При этом необходимо отметить, что какой бы не был результат, кредит всегда связаны со значительным риском и неудачно выбранный результат может привести к катастрофе. В рыночных условиях имеют место самые разнообразные риски (финансовый, спекулятивный, сырья, затрат, личностный, имущественный и др.).

Возможность стабильного удержания ставки рефинансирования, капитализация процентов за использование инвестиционных кредитов, использование эффекта финансового рычага в инвестиционном кредитовании создают необходимые предпосылки и условия для совершенствования инвестиционных взаимоотношений в экономике страны.

Достаточность капитала в условиях инвестиционного кредитования является одним из главных факторов развития экономики, данный показатель определяется от стоимости активов, скорректированных на риск.

Используются самые разнообразные методы определения рыночной стоимости:

- методы определения стоимости собственного капитала;
- метод дивидендов; метод доходов;
- метод оценки риска;
- модель определения цены капитальных активов (САРМ);
- метод добавленной стоимости акционерного капитала;
- метод нулевых производных отчетов;
- метод органических производных отчетов;
- метод актуарных производных отчетов;
- метод ликвидационных балансов; комбинированные методы.

Для определения реальной рыночной стоимости предприятия необходимо учесть условные активы и обязательства, условные факты хозяйственной деятельности и произвести многочисленные другие корректировки.

К числу таких факторов можно отнести в условиях инвестиционного кредитования предприятий нижеследующие:

- переоценка отдельных объектов основных средств;
- корректировка некоммерческих активов на индекс изменения общего уровня цен;
- переоценка многих объектов по цене замещения;
- постановка на учет условных фактов хозяйственной деятельности;
- уточнение стоимости нематериальных активов;
- отражение в учете переоцененных пассивов и недооцененных активов;
- учет рисков потери активов и необеспечения обязательств;
- отражение по балансу залогов и гарантий;
- отражение по балансу производных финансовых инструментов в соответствии с требованиями 39 международного стандарта

финансовой отчетности;

- корректировки, вызванные изменением законодательства;
- учет платы за землю.

Всем экономистам хорошо известно, что в том виде, в каком представлены стандартные отчетные формы, они не могут быть использованы для управления инвестиционными потоками и особенно в сфере стоимостной оценки, так как баланс составлен в исторических ценах.

Такой информационной системой, обеспечивающей получение достоверной информации, используемой в инвестиционном кредитовании для определения реальной рыночной конкурентоспособности участников (инвесторов, банков, заказчиков, подрядчиков), является использование системы производных отчетных данных. Диссертант рекомендует механизм использования производных отчетных данных, который направлен на обеспечение нормального функционирования участников инвестиционного кредитования.

Составление актуарного производного балансового отчета предполагает условную реализацию активов с учетом залоговой стоимости и условное удовлетворение обязательств. В результате в активе актуарного баланса остается однородная денежная масса, а в пассиве - чистые пассивы, представленные дезинтегрированными чистыми источниками: уставной капитал; резервный капитал; добавочный капитал; свободный остаток прибыли; наращенная стоимость.

В принципе возможны три ситуации, характеризующие безопасность инвестиционного кредитования:

- свободный денежный остаток $>$ уставного капитала, полученная разница показывает структуру наращенной стоимости;
- свободный остаток = уставному капиталу;
- свободный остаток $<$ уставного капитала, в отдельных случаях может приобретать нулевое или даже отрицательное значение.

В настоящее время в системе производных отчетов используются нулевые органические, ликвидационные и дифференциальные отчеты, составленные соответственно в различных ценах.

Все дело в том, что для целей инвестиционного кредитования важны залоговая, рыночная и балансовая стоимости. Залоговая стоимость активов различного вида по данным предприятий колеблется от 3 до 65 % их рыночной стоимости, а отсюда составление актуарного производного отчета позволит определить залоговую рыночную стоимость заказчиков, инвесторов, банков и других участников инвестиционного процесса.

Использование актуарных производных отчетов позволяет определить реальное финансовое положение участников инвестиционного процесса, обеспечить контроль за сохранностью собственности в строительстве в условиях использования системы инвестиционного кредитования.

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Акоф Р. Л. Сасиени М. В. Основы исследования операций / Пер. с англ. М.: Мир, 1971.-536 с.
2. Акофф Р. Планирование будущего корпорации / Пер с англ. М.: Прогресс, 1985.-327 с.
3. Алахов Б.В. ЭВМ и моделирование задач промышленного учета. - М.: Статистика, 1974. - 128 с.
4. Алле М. Условия эффективности в экономике. / Пер. с фр. Л.Б. Азимова и др. - М.: НИЦ «Наука для общества», 1998. - 301 с.
5. Альбрехт С., Венц Дж., Уильяме Т. Мошенничество. Луч света на темные стороны бизнеса. Пер. с англ., СПб: Питер, 1995. - 400 с.
6. Альфред М. Кинг Тотальное управление деньгами / Пер. с англ. - СПб.: Полигон, 1999.-448с.
7. Анализ и обоснование хозяйственных решений/ Б.И. Майданчик, М.Г. Карпунин, Я.Г. Любинецкий и др. - М.: Финансы и статистика, 1991. – 136с.
8. Анализ финансовых результатов и финансового состояния / Под ред. проф. Б.И. Майданчика и доц. Е.А.Игнатовой. Учебное пособие. М: Изд-во МФИ,1985.-86с.
9. Анализ экономики. Страна, рынок, фирма. Под ред. проф. В.Е. Рыбалкина. Учебник.-М.: Международные отношения, 1999.-304с.
10. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / Пер. с англ. Под ред. Ю.Н. Каптуревского. - СПб: Издательство «Питер», 1999. - 416 с.
11. Ансофф И. Стратегическое управление: Пер. с англ. - М.: Экономика, 1989. -519с.
12. Антикризисное управление: Учебник/Под ред. Э.М.Короткова.- М.:ИНФРА-М,2000.- 432 с.
13. Артеменко В.Г., Беллендир М.В. Финансовый анализ: Учебное пособие.-2-е издание, переабот. И дополненное.-М.: Изд-во “Дело и

- Сервис”, Новосибирск: Издательский дом “Сибирское соглашение”, 1999.-160с.
14. Аутсорсинг: создание высокоэффективных и конкурентоспособных организаций. Учебное пособие/Под. Ред. проф. Б.А. Аникина. – М.: ИНФРА – М, 2003.-187с.
 15. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник.-4-е изд., доп. и перераб.-М.: Финансы и статистика, 2000.-416с.
 16. Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1994. - 224с.
 17. Банковское дело: Учебник/Под ред. В.И. Колесникова, Л.П. Кроливецкой. М.: Финансы и статистика, 2000.
 18. Бард В.С. Финансово-инвестиционный комплекс. М.: Финансы и статистика, 1998.
 19. Бард В.С. инвестиционные проблемы российской экономики. – М.: «Экзамен», 2000. - 384с.
 20. Бахрушина М.А. Внутрипроизводственный учет и отчетность. Сегментарный учет и отчетность. Российская практика: проблемы и перспективы. - М.: «АКДИ» Экономика и жизнь», 2000. - 192 с.
 21. Белоусов И.А. Развитие отношений собственности и управления // Вопросы экономики, 1989. №6. с.75 - 85.
 22. Белов Г. Кризис ударит по инвестициям // Эксперт. – 1998. - №22.
 23. Бенке Р. Холт Р. Полный цикл финансового учета: практическое пособие. / Научный редактор Ф.И. Ерешко. М./АО «ВИКТОРИ», 1993. - 119 с.
 24. Беренс В., Хавронек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций / Пер. с англ. М.: инфра – М, 1995.
 25. Береславцева Н.А. Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук . Система балансовых отчетов и концепция балансового управления экономическими процессами. Москва, 1998. – 60с.
 26. Берл Густав Создать свою фирму. - М.: Дело Лтд, 1994. - 192 с.

27. Бетге Й. Балансоведение: Пер. с нем. / Научный редактор В.Д. Новодворский. – М.: Изд-во «Бухгалтерский учет», 2000. – 454с.
28. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация: Пер. с англ. / Научи. Ред. И.И. Елисеева. Гл. ред. серии Я.В.Соколов. - Финансы и статистика, 1996 .
29. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер. с англ. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
30. Богатин Ю.В. Оценка эффективности производственного бизнеса и инвестиций: Монография (Рост. Гос. Экон. Акад. - Ростов-на-Дону, 1998. - 168с.
31. Богатин Ю.В., Швандар В.А. Производство прибыли: Учеб. Пособие для вузов. - М.: Финансы, ЮНИТИ, 1998. - 256 с.
32. Богатин Ю.В., Швандар В.А. Оценка эффективности бизнеса и инвестиций: Учеб. Пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999.
33. Богачев Н.В. Прибыль?! О рыночной экономике и эффективности капитала. М.: Финансы и статистика, 1994. - 240 с.
34. Болт Г. Дж. Практическое руководство по управлению сбытом: Пер. с англ. -М.: Экономика, 1991.-271 с.
35. Бочаров В.В. Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций. – М.: Финансы и статистика, 1993.
36. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент: Учеб. пособие. СПб.: Питер, 2000.
37. Бочаров В.В. Управление денежным оборотом предприятий и корпораций. -М.: Финансы и статистика, 2001. - 144 с.
38. Бочаров В.В. Инвестиции: Учебники для вузов. – СПб.: Питер, 2002. – 288с.
39. Бочаров В.В. Финансовое моделирование: Учеб. Пособие. СПб.: Питер, 2000.
40. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент: Учеб. курс. Киев: Ника – Центр, Эльга, 2001.

41. Бреславцева Н.А., Ткач В.И., Кузьменко В.А. Балансоведение. Учебное пособие. - М.: «Издательство Приор», 2001. - 160 с.
42. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1996.
43. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации. М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997. - 336 с.
44. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. серии Я.В. Соколов. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 799с.
45. Вахрин П.И. Организация и финансирование инвестиций: Учеб. Пособие. М.: ИВЦ «Маркетинг», 2000.
46. Вараксина Н.М., Кован С.Е., Вараксина В.А, Возможные пути финансового оздоровления предприятий.»Налоговый вестник». - 2000. -№ 12.
47. Ворст И., Ревентлоу П. Экономика фирмы:Учеб. / Пер. с датского А.Н.Чеканского, О.В. Рождественского. - М.: Высш. Шк., 1994. - 272 с.
48. Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Орлова Е.Р., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Серия «оценочная деятельность». – М.: Дело, 1998.
49. Герцог И. Программа выпуска, оборотный капитал и цена компании. //Проблемы теории и практики управления. 1999. № 3. С. 103-108.
50. Гитман Л. Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования: Пер с англ. /Академия народного хозяйства при правительстве РФ. - М.: Дело, 1999. - 1008с.
51. Глазунов В.Н. Некоторые проблемы оценки привлекательности инвестиционных проектов // Бухгалтерия и банки. – 1996. - № 4.
52. Глазунов В.Н. Критерии оценки инвестиционной привлекательности проектов // Финансы. – 1997. -№ 12.
53. Глухов В.В., Бахрамов Ю.М. Финансовый менеджмент (участники рынка, инструменты, решения) Учебное пособие. Санкт-Петербург: специальная литература, 1995. - 440 с.

54. Горохов М.Ю., Малеев В.В. Бизнес- планирование и инвестиционный анализ. – М.: ЗАО «Россиана», 1998.
55. Григорьев В.В. Оценка и переоценка основных фондов: Учебно-практическое пособие. - М.:ИНФРА-М, 1997. - 320 с.
56. Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятия: теория и практика. - М.-ИНФРА-М, 1997. - 320 с.
57. Гуияр Франсис Ж., Келли Джеймс Н. Преобразование организации: Пер. с англ. - М.: Дело, 2000. - 376 с.
58. Дамари Р. Финансы и предпринимательство. Финансовые инструменты, используемые западными фирмами для роста организаций / Пер. с англ. Е.В.Вышинской. - Ярославль: Елень, 1993. - 224 с.
59. Давыдов С.Б. Об оценке инвестиционного риска // Бухгалтерский учет. – 1993. - №8.
60. Джон К. Шанк, Виджей Говиндараджан. Стратегическое управление затратами. / Пер. с англ. СПб.: ЗАО «Бизнес Микро», 1999. - 288 с.
61. Диксон Д.Е.Н. Совершенствуйте свой бизнес. Пер. с англ. - М.: Финансы и статистика, 1994. - 229 с.
62. Долан Э. Дж., Линдсей Д.Е. Рынок: макроэкономическая модель. Пер. с англ. Лукашевича / Под общ. ред. Б. Лисовика, В. Лукашевича. - СПб: Автокомп, 1992.-496 с.
63. Долан Э. Дж. И др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика: Пер. с англ. В.Лукашевича и др. / Под общ. ред. В.Лукашевича. – Л., 1991.
64. Долан Э. Дж., Домненко Б.И. Экономикс: Англо – русский словарь-справочник. – М.: Лазурь, 1994.
65. Доунс Дж. Гудман Дж.Э. Финансово-инвестиционный словарь: Пер. 4-го переаб. И доп. Англ. Изд. – М.: ИНФРА-М, 1997.
66. Друкер Питер. Ф. Рынок: как выйти в лидеры. Практика и принципы. М.: СП «Бук Чембэр Интернэшнл, 1992. - 352 с.

67. Друкер П.Ф. Эффективное управление: экономические задачи и оптимальные решения. / Пер. с англ. М.: Гранд ФАИР-ПРЕСС, 1998. - 285с.
68. Дьячков М.Ф. Анализ хозяйственной деятельности в строительстве. - М.: Финансы и статистика, 1987.
69. Ендовицкий Д.А. Анализ и оценка эффективности инвестиционной политики организаций: методология и методика. Воронеж: Воронежский гос. Ун-т, 1998.-287 с.
70. Ендовицкий Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: методология и практика / Под ред. проф. Л.Т. Гиляровской. – М.: Финансы и статистика, 2001-400с.
71. Ендророва В.Н., Мизиновский Е.А. Учет и анализ финансовых активов: Акции, облигации, векселя. - М.: Финансы и статистика, 1995. - 272 с.
72. Жданов В.П. Инвестиционные механизмы регионального развития. Калининград: БИЭФ, 2001.
73. Заварихин Н.М. Отраслевой экономический анализ. М.: «Финансы и статистика», 1987. - 175 с.
74. Зимин И.А. Реальные инвестиции. М.: Экмос, 2000.
75. Иозайтис В.С., Львов Ю.А. Экономико-математическое моделирование производственных систем. - М.: Высшая школа, 1991. - 192 с.
76. Идрисов А.Б. Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций. – М.: Филинь, 1997.
77. Инвестиции и инновации: Словарь – справочник // Под ред. М.З. Бора, А.Ю.Денисова. – М.: ДИС, 1998.
78. Как добиться успеха: практические советы деловым людям. / Под ред. В.Е Хрупкого.- М.: Республика, 1992.-509 с.
79. Как работают японские предприятия. / Под ред. Бобрышева. М.; Экономика, 1989.- 262 с.
80. Калинин Д. Новые методы оценки стоимости компаний и принятия инвестиционных решений. // Рынок ценных бумаг. 2000. №8. С.43-46.

81. Карлин Томас П., Маклин Альберт Р. Анализ финансовых отчетов: (на основе GAAP): Учебник. / Пер. с англ. 2-е изд.: доп. и перераб. М.: ИНФРА – М, 1998. – 445с.
82. Капиталистическое управление: уроки 80-х. / Под ред. А.А. Дынкина. – М.: - Экономика, 1991. – 125 с.
83. Карлофф Б. Деловая стратегия. – М.: Экономика, 1991. – 239 с.
84. Кауфман Х.Р. Тактика успеха в бизнесе и науке. Творчество. Деньги. Слава. – М.: Интеллект, 1993. -159 с.
85. Кейн Э. Экономическая статистика и эконометрия. Введение в количественный экономический анализ. Пер. с англ. Р. Мошкович, С. Николаенко, А. Шмидт Под ред. Р. Энтова, М.: «Статистика», 1977, - 256с.
86. Кивачук В.С. Оздоровление предприятия: экономический анализ. / В.С. Кивачук. – М.: Изд-во деловой и уч. Лит.: Мн.: Амалфея, 2002. -384с.
87. Классики кейнсианства: В 2-х т. Т.1. К теории экономической динамики /Р.Харрод. Экономические циклы и национальный доход Ч. 1-П. / Э. Хансен Предисл., сост.: А,Г. Худокормов. - М.: ОАО «Издательство «Экономика», 1997.-416 с.
88. Классики кейнсианства: В 2-х т. Т.П. Экономические циклы и национальный доход Ч. Ш-1У. / Э. Хансен Предисл., сост.: А,Г. Худокормов. -М.: ОАО «Издательство «Экономика», 1997. -431 с.
89. Ковалев В.В. Методы оценки эффективности инвестиций // Бухгалтерский учет. – 1993. - №8.
90. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 432 с.
91. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2000.
92. Ковалев А.И., Привалов В.П. Анализ финансового состояния предприятия.-Изд.4-е, исправл., доп. - М.: Центр экономики и маркетинга, 2000. - 208с.

93. Козырь Ю. Применение теории опционов для оценки компаний. // Рынок ценных бумаг. 2000. № 12. С. 76-78.
94. Козырь Ю. Применение теории опционов для оценки компаний. // Рынок ценных бумаг. 2000. № 13. С. 64-66.
95. Козырь Ю. Применение теории опционов для оценки компаний. // Рынок ценных бумаг. 2000. № 14. С. 82-85.
96. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы: Учеб. Пособие / Пер. с франц. Под ред. проф. Я.В. Соколова. - М.: ЮНИТИ, 1997. - 576 с.
97. Кондратьев Н.Д. Избранные сочинения /Под ред. Л.И. Абалкина и др. Составители В.М. Бондаренко, В.В. Иванов, С.Л. Комлев, М.: «Экономика», 1993.-543 с.
98. Кондратьев Н.Д. Проблемы экономической динамики. - М.: Экономика, 1989.-526 с.
99. Контроллинг в бизнесе. Методологические и практические основы построения контроллинга в организациях / А.М. Карминский, Н.И.Оленев, А.Г. Примак, С.Г. Фалько. - М.: Финансы и статистика, 1998. - 256 с.
100. Крейнина М.Н. Финансовый менеджмент: Учеб. Пособие. М.: Дело и сервис, 2001.
101. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические теории финансов/Пер, с нем. / Под общ. ред. В.В. Ковалева и З.А. Сабова-СПб: Издательство «Питер», 2000. - 400 с.
102. Кэмпбелл Э., Саммерс Ласч Стратегический синергизм., 2-е изд. – СПб.: Питер, 2004.-416с.
103. Лауреаты Нобелевской премии: Энциклопедия: М-Я: Пер. с англ.: М.: «Прогресс», 1992. - 862 с.
104. Леонтьев В.В. Межотраслевая экономика: Пер. с англ./ Автор предисл. и научи. Ред. А.Г. Гранберг. - М.: ОАО «Издательство «Экономика», 1997. - 479с.

105. Липсиц И.В., Коссов В.В. Инвестиционный проект: методы подготовки и анализа. – М.: БЕК, 1996.
106. Майер Э. Контроллинг как система мышления и управления. М.: Финансы и статистика, 1993. - 96 с.
107. Маленво Э. Лекции по микроэкономическому анализу./ Пер. с франц. М.: Наука, 1985.-390 с.
108. Манн Р., Майер Э. Контроллинг для начинающих. М.: финансы и статистика, 1995. - 304 с.
109. Маленво Э. Статистические методы эконометрии. / Пер. с французск. А.И. Гладышевского, Г.А. Фреймана, К.О. Эрастова Выпуск 1. М.: «Статистика», 1975.
110. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2 т.: Пер. с англ. 11-го изд. Т.1. - М.: Республика, 1992.- 399с.
111. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика. В 2 т.: Пер. с англ. 11-го изд. Т.2. - М.: Республика, 1992.- 400с.
112. Макмиллан Ч. Японская промышленная система / Пер. с англ. М.: Прогресс, 1991.-213 с.
113. Маркин Ю.П. Анализ внутрипроизводственных резервов. - М.: Финансы и статистика, 1991. - 139 с.
114. Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М,1998.-784с.
115. Мазур И.И. Реструктуризация предприятий и компаний: Учебн. Пособие для вузов / И.И. Мазур, В.Д Шапиро; Под общ. ред. И.И. Мазура. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2001. – 456с.
116. Меньщиков С.М., Клименко А.А. Длинные волны в экономике. Когда общество меняет кожу. - М.: Международные отношения, 1989. – 269с.
117. Мелкумов Я.С. Экономическая оценка эффективности инвестиций. М.: ИКЦ «ДИС», 1997.
118. Методы и практика определения эффективности капитальных

- вложений и новой техники: Сб. науч. Информации / Отв. ред. В.К. Фальцман (РАН. Науч. Совет по проблеме экономической эффективности капитального строительства. Ин-т экономики). – М.: Наука, 1992.
119. Миддлтон Д. Бухгалтерский учет и принятие финансовых решений / Пер. с англ.: Под ред. И.И. Елисеевой.- М.: Аудит, ЮНИТИ, 199. – 408 с.
120. Морита А. «Сделано в Японии» / Пер с англ. - М.: Прогресс, 1990. – 413с.
121. Морозова Т.В. Оценка стоимости предприятий. // Бухгалтерский учет. -1995. №8.-С. 28-31.
122. Минцберг Г., Стратегический процесс / Г. Минцберг, Дж. Куинн, С. Гошал. Пер с англ. Под ред. Ю.Н. Каптуревского. – СПб.: Изд-во «Петер», 2001.- 688с.
123. Мюллер Г., Гернон Х., Миик Г. Учет: международная перспектива: Пер.с англ. - М.: Финансы и статистика, 1992. - 136 с.
124. Новодворский В.Д., Назаров Д.В. Ликвидационный баланс организации //Бухгалтерский учет , 2000. - № 7. С. 36-43.
125. Новодворский В.Д., Назаров Д.В. Ликвидационный баланс организации //Бухгалтерский учет , 2000. - № 7. с. 36-43.
126. Новодворский В.Д., Назаров Д.В. Ликвидационный баланс организации //Бухгалтерский учет , 2000. - № 8. с. 22-26.
127. Новодворский В.Д., Хорин А.Н. Доход как учетная категория //Бухгалтерский учет. - 1998. - № 6. - с.84-87.
128. Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений / Пер.с англ. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
129. Основы успешного предпринимательства. Практическое руководство. Совместное эстонско-финско-шведское предприятие «Майнор-Эндо, Малое государственное предприятие «Учебный центр-Антарес», Таллинн-Ленинград, 1991.-178с.

130. Оценка бизнеса: Учебник/ Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой.- М.: Финансы и статистика, 1999.-512с.
131. Оценка деятельности основного хозяйственного звена и эффективность производства. Межвузовский сборник научных трудов. / Под ред. Г. Либермана / Латвийский гос. Университет им. П. Стучки. Рига, 1980. – 164с.
132. Оценка объектов недвижимости: теоретические и практические аспекты. / Под ред. В.В. Григорьева. – М.: ИНФРА-М, 1997.-320с.
133. Ольве, Нильс-Горан, Рой, Жан, Ветер, Магнус. Оценка эффективности деятельности компании. Практическое руководство по использованию сбалансированной системы показателей. / Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 304с.
134. Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент. Управление денежным оборотом предприятия: Учебник. - М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995.-400с.
135. Палий В.Ф., Палий В.В. Финансовый учет: учебное пособие: в 2-х частях. Ч.1 М.: ФБК ПРЕСС, 1998. – 295с.
136. Палий В.Ф., Суздальцева Л.П. Техничко-экономический анализ производственно-хозяйственной деятельности машиностроительных предприятий. Учебник для вузов по специальности «Экономика и управление в машиностроении, М.: Машиностроение, 1989. – 272с.
137. Перар Ж. Управление финансами: с упражнениями / Пер.с фр. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 360с.
138. Пиндайк Р., Рубинфельд Д. Микроэкономика: Сокр. Пер. с англ. / Науч. ред.: В.Т. Борисович, В.М. Полтерович, В.И. Данилов и др. М.: «Экономика», «Дело», 1992. - 510 с.
139. Половинкин П.Д., Савченко В.Е. Экономическое содержание предпринимательства. - СПб.: Издательство УЭФ, 1995. - 128 с.
140. Портер М.Э. Конкуренция: Пер. с англ.: Учебное пособие. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2000. - 495 с.

141. Попов В.М. Бизнес – план инвестиционного проекта. – М.: Финансы и статистика, 1997.
142. Попова Л.В., Маслов Б.Г, Маслова И.А. Основные теоретические принципы построения учетно-аналитической системы. // Финансы и менеджмент, 2003. – № 5. – с.20 – 32.
143. Подшиваленко Г.П., Калепальская С.В.. Оценка эффективности реальных инвестиций: Учеб. Пос. // Финансовая академия при Правительстве РФ. – М.: ФА, 1998.
144. Плотников В.С., Шестакова В.В. Финансовый и управленческий учет в холдингах. / Под ред. д-ра экон.наук, проф. В.И. Бариленко. – М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2004. – 336с.
145. Практикум по инвестиционному анализу: Учеб. Пособие / Под ред. Д.А. Ендовицкого. – Воронеж: Изд-во ВГУ, 1999.
146. Райан Б. Стратегический учет для руководителя / Пер. с англ. Под ред. В.А. Микрюкова. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1998. – 616 с.
147. Ришар Ж. Бухгалтерский учет: теория и практика / Пер с французского Под ред. Я.В. Соколова, М.: Финансы и статистика, 2000. - 160 с.
148. Риполь-Сарагоси Ф.Б. Системный анализ мотивационного механизма бизнеса. – Ростов – на – Дону: Издательство Рост. Ун-та, 1995. – 76с.
149. Роберт Н. Холт Основы финансового менеджмента. / Пер. с англ. – М.: «Дело ЛТД», 1995. – 128с.
150. Робсон М., УллахФ. Практическое руководство по реинжинирингу бизнес – процессов. / Под ред. Н.Д. Эриашвили. М.: Аудит, ЮНИТИ, 1997. – 222с.
151. Роман М.И. Методологические подходы к оценке бизнеса. / Вестник №4, 1999. – с.4-17
152. Росс С. и др. Основы корпоративных финансов: Ключ к успеху коммерческой организации - финансовое планирование и управление. / Росс С., Веерфильд Р., Джордан Б./ Пер. с англ. М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.-719 с.

153. Рудык Н.Б., Семенова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. - М.: Финансы и статистика, 2000. - 456 с.
154. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятий: 4-е изд. перераб. и доп. - Минск: ООО «Новое знание», 2000. - 668 с.
155. Сайфулин Р.С. Экономико-математические методы в анализе хозяйственной деятельности. - М.: Финансы, 1978. - 208 с.
156. Санто Б. Инновация как средство экономического развития: Пер. с венг. -М.: прогресс, 1990. - 296 с.
157. Сарыкулов В.Д. Условия и факторы повышения инвестиционной активности // Экономика строительства. – М., 1997. - № 4. – с. 2-16.
158. Сергеев И.В., Веретенникова И.И. Организация и финансирование инвестиций: Учеб. Пособие. М.: Финансы и статистика, 2001.
159. Серов В.М. Инвестиционно - строительная сфера России: источники и направления повышения эффективности // Экономика строительства. – 2001. - № 1 с.4-20.
160. Смирнов В.В. Оценка рыночной стоимости предприятия // Бухгалтерский учет. 1995. №9. С. 46-47.
161. Смирнов В.В. Оценка рыночной стоимости предприятия // Бухгалтерский учет. 1995. №9. С. 46-47.
162. Смирнов А.Л. Организация финансирования инвестиционных проектов. – М.: Изд-во «Консалтбанкир», 1993.
163. Соколов Я.В. Оценки: их виды и значение // Бухгалтерский учет. - 1996. - № 12 . с. 55-59.
164. Сорос Джордж Алхимия финансов: Рынок как читать его мысли. Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1997. - 415 с.
165. Сорос Джордж Кризис мирового капитализма: Открытое общество в опасности / Пер. с англ. М/ИНФРА-М, 1999. - 261 с.
166. Сорос Джордж Сорос о Соросе. Опережая перемены: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1996.-336 с.

167. Статистическое моделирование и прогнозирование: Учеб. Пособие / М. Гамбаров, Н.М. Журавель, Ю.Г. Королев и др.: Под ред. А.Г. Гранберга. - М.: Финансы и статистика, 1990. - 383 с.
168. Стоянова Е. Финансовый менеджмент. Российская практика. М.: Изд-во Перспектива, 1994. - 198 с.
169. Сыроежин И.М. Совершенствование системы показателей эффективности и качества. М.: «Экономика», 1980. - 192 с.
170. Татур С.К., Протопопов В.А. Основы внутрипроизводственного хозяйственного расчета. М., Машиностроение, 1971. - 46 с.
171. Стратегия. Как создавать и использовать эффективную стратегию. 2-е изд. / Р.Кох. – СПб.: Питер, 2003. – 320с.
172. Теория и история экономических и социальных институтов и систем. Альманах. Зима 1993. Том 1, Вып. 1. Начала-Пресс - 256 с.
173. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: Управление капиталом и инвестициями. М.: Государственный университет, Высшая школа экономики, 2000.
174. Теплицкий В., Костюновский Ю. Как оценить инвестиционную привлекательность предприятия // Деловая жизнь. -1993. -№ 9.
175. Ткач В.И., Лоран Жине. инициативный семинар по России. Париж. Европейская комиссия ЕЭС, 1997. 82с.
176. Ткач В.И. , Кубасова Т.О., Шумилин Е.П. Бухгалтерский учет реорганизации, санации и покупки предприятия. М.: «Издательство ПРИОР», 2000. – 128 с.
177. Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент: Искусство разработки и реализации стратегии: Учебник / Пер. с англ.; Под ред. Л.Г.Зайцева, М.И. Соколовой. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. - 576 с.
178. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. – М.: Дело, 2000. – 360с.

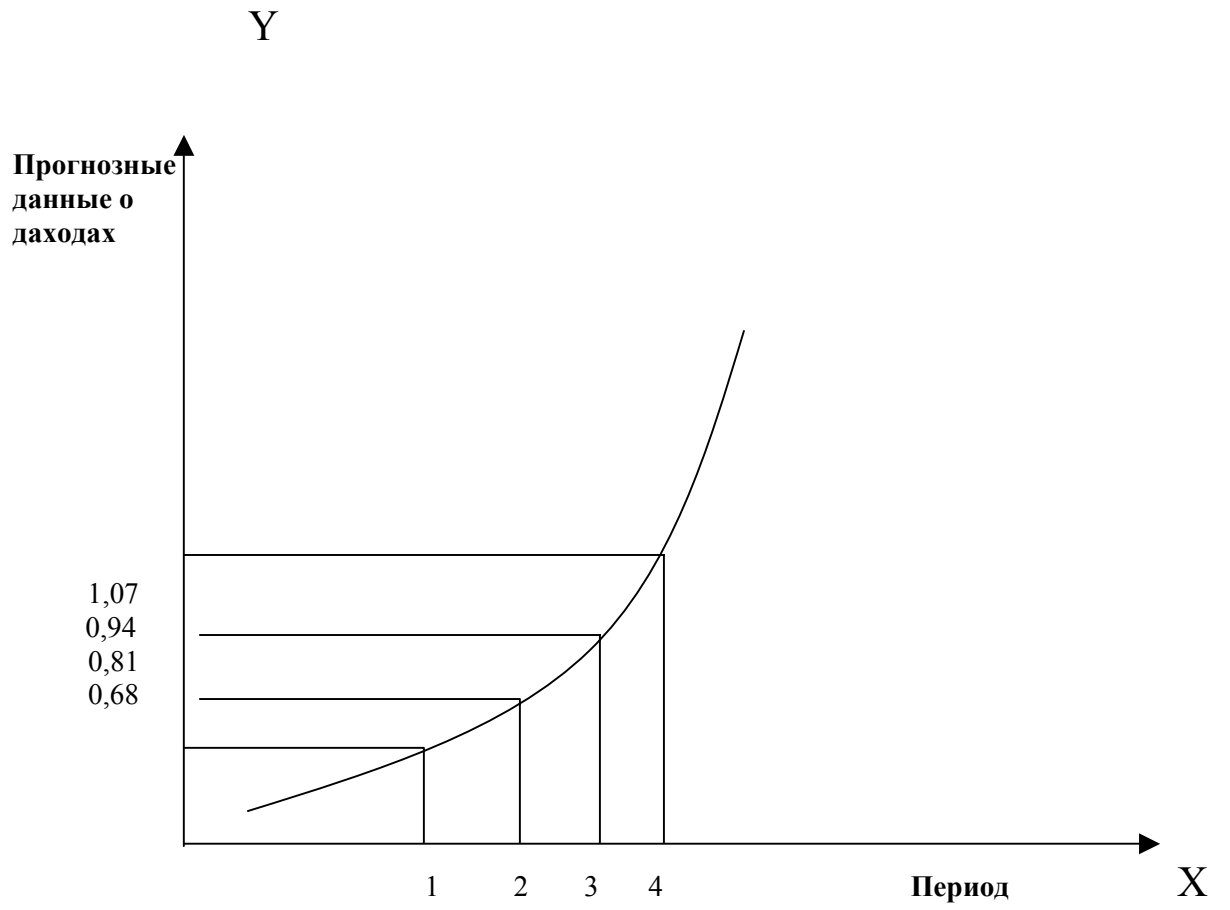
179. Уотермен Р. Фактор обновления: как сохраняют конкурентоспособность лучшие компании: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1988. – 363с.
180. Урисон Я. О мерах по оживлению инвестиционного процесса в России // Вопросы экономики. – М., 1997. - № 1. – с.69-76.
181. Ушаков Е.П., Охрименко С.Е. Рыночная стоимость фирмы: принципы и методы оценки. – Препринт # WP/97 029.М: ЦЭМИ РАН, 1997. -68с.
182. Факторный анализ эффективности производства / Под ред. В.Ф. Паляя. – М.: Финансы, 1973. – 112с.
183. Фалько С.Г. , Носов В.М. Контроллинг на предприятии. М.: Общество «Знание» России, 1995. – 112с.
184. Фабоцци Ф.Д. Инвестиции / Пер. с англ. М.: Инфра – М. - 2000.
185. Федотова М.А. Оценка бизнеса на предприятии // Финансовая газета. 1996. – с.5,11.
186. Финансы: Толковый словарь: англо-русский. – М.: 2-е изд., «ИНФРА-М», «Весь мир»,- 2000. – 496с.
187. Финансы предприятий: Учебник / Под ред. М.В. Романовского. - СПб.: Бизнес – Пресса, 2000.
188. Форд Г. Моя жизнь, мои достижения. – Ереван: Айастан, 1990.- 224с.
189. Форд Г. Сегодня и завтра.- М.: Финансы и статистика, 1992. -250с.
190. Франко Модильяни Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Франко Модильяни, Мертон Миллер: Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 272с.
191. Фишер П. Прямые иностранные инвестиции для России: Стратегия возрождения промышленности. – М.: Финансы и статистика, 1999.
192. Хан Д. Планирование и контроль: концепция контроллинга: Пер. с нем. – М.: Финансы и статистика, 1997. - 800 с.
193. Хаммер М. Реинжиниринг корпорации: Манифест революции в бизнесе / М. Хаммер, Ж. Чампи: Пер. с англ. – СПб.: Издательство С-Петербургского университета, 1997. – 332с.
194. Хелферт Э. Техника финансового анализа / Пер. с англ. под ред. Л.П.

- Белых. - М.: Аудит, ЮНИТИ, 1996. - 663 с.
195. Хендриксен Э.С. , Ван Бреда М.В. Теория бухгалтерского учета: пер. с англ. / Под ред. проф. Я.В. Соколова. – М.: Финансы и статистика. -1997.- 567с.
196. Хеддервик К. Финансовый экономический анализ деятельности предприятия / Под ред. Б.Н. Воропаева. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 190 с.
197. Хизрич Р., Петере М. Предпринимательство, или как завести собственное дело и добиться успеха. М.: Прогресс, 1992. - 176 с.
198. Хикс Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. / Общ. ред. и вступ ст. Р.М. Энтова. - М.: Прогресс, 1988. - 488 с.
199. Хойер В. Как делать бизнес в Европе. М.: Фонд за экономическую грамотность. , 1991. - 254 с.
200. Холт Н.Р. Основы финансового менеджмента. / Пер с англ.М.: Дело ЛТД, 1995. – 128с.
201. Холт Р.Н., Барнес С.Б. Планирование инвестиций: Пер. с англ. – М.: Дело Лтд, 1994.
202. Хорин А.Н. Анализ интенсификации производства: Вопросы методологии и практики. – М.: Финансы и статистика, 1990. – 174с.
203. Хорин А.Н. Раскрытие существенной информации в бухгалтерской отчетности. // Бухгалтерский учет. 1999. – № 9. - с.81-86.
204. Хоскинг А. Курс предпринимательства: Практическое пособие; Пер.с англ. – М.: Междунар. Отношения, 1993. – 352с.
205. Хохлов Н.В. Управление риском: Учебное пособие для вузов. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999. – 239с.
206. Ченг Ф. Ли Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ченг Ф. Ли , Джозеф И. Финнерти: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 686с.
207. Четыркин Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. М.: «Дело», «BusinessРечь», 1992. – 320с.
208. Четыркин Е.М. Финансовый анализ производственных инвестиций.

- М.: Дело, 1998.
209. Шапошников Л. Общеэкономическая оценка инвестиционных программ и проектов // Экономист. – 1994. -№ 5.
210. Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции / Пер. с англ. М.: Инфра – М, 1997.
211. Шервуд Д. Создание производственных структур с преимуществами в конкуренции. - Краснодар: Краснодарское книжное издательство, 1991. - 24с.
212. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Методика финансового анализа. М.: ИНФРА-М, 1996.-176 с.
213. Шеремет В.В., Павлюченко В.М., Шапиро В.Д. и др. Управление инвестициями. – М.: Высшая школа, 1998.
214. Шим Джей К., Сигел Джоэл Г. Методы управления стоимостью и анализа затрат. Пер. с англ. М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1996.-343с.
215. Шумпетер И. Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982. - 455с.
216. Экономика: Учебник / Под ред. доц. А.С. Булатова. - М.: Издательство БЕК, 1994.-632 с.
217. Экономико-математические методы в анализе хозяйственной деятельности предприятий и объединений / А.Б. Бутник-Сиверский, Р.С.Сайфулин, Я.Р. Рельян и др. - М.: Финансы и статистика, 1982. - 200 с.
218. Энтони Р. Рис Дж. Учет: ситуации и примеры: Пер. с англ. / Под ред и с предисл. А.М. Петрачкова. - М.: Финансы и статистика, 1993. - 560с.
219. Энциклопедия общего аудита. Законодательная и нормативная база, практика, рекомендации и методика осуществления: В 2 т. Т.2 / Коллектив авторов – М.: Международная школа управления «Интенсив» РАГС, издательство «ДИС», 1999.-569с.
220. Юданов А.Ю. Фирма и рынок. - М.: Знание, 1990. - 50 с.

221. Яковенко Е.Г. Циклы жизни экономических процессов, объектов и систем. - М.: Наука, 1991. - 190 с.
222. Янковский К.П., Мухарь И.Ф. Организация инвестиционной и инновационной деятельности: Учебник для вузов. СПб.: Питер, 2001.
223. Якокка Л. Карьера менеджера: пер. с англ.-М.: Прогресс, 1991.-384с.
224. Гражданский Кодекс Российской Федерации. Часть 2.-М.: Инфра - М, 1996.-352с.
225. Федеральный Закон РФ «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995г.
226. Федеральный Закон РФ «Об обществах с ограниченной ответственностью» № 14-ФЗ от 08.02.1998г.

Приложение 1.



Сравнительный анализ методов определения стоимости капитала акционерного общества

№ п/п	Сравниваемые характеристики	Метод доходов при расчете стоимости обыкновенных акций (earning approach to cost of common equity)	Метод дивидендов при определении стоимости акционерного капитала (dividend approach to cost of common equity)	Метод оценки риска (risk assessment approach), основанный на модели определения цены капитальных активов (capital assets pricing model-CAPM)	Метод добавленной стоимости акционерного капитала (ДСАК) (shareholder value added, SVA).
1.	Особенности процесса оценки	Оценивает будущие потоки доходов	Оценивает будущие потоки дивидендов	Определяет ожидаемые доходы акционера путем прибавления «нормальной» (т.е. средней по множеству финансовых инструментов) ставки доходности по ценным бумагам в целом к рассчитанной величине премии за риск (risk premium)-числу, зависящему от специфики компании.	Оценивает будущие потоки денежных средств
2.	Используемые показатели	Текущая доходность акции = прогнозируемая прибыль на акцию/ текущая рыночная цена акции $K_e = EPS/P$ или Текущая доходность акции = $1 / (\text{цена} / \text{прибыль на}$	Доходность обыкновенных акций = прогноз дивиденда на акцию/ текущая рыночная стоимость акции $K_e = DPS/P$ $K_e = DPS/P + g$ g-темпы роста дивидендов	$K_e = R_f + \beta(R_m - R_j)$, где K_e -стоимость капитала (ставка доходности); R_f -ставка доходности по безрисковым вложениям; R_m -среднерыночный	ДСАК = САК - БСАК

		<p>акцию) $K_e=1: (P/E)$ Упрощенный подход: $C_{ск}$=чистая прибыль/собственный капитал $V_g=C1/(1+r)^1+C2/(1+r)^2+C3/(1+r)^3 \dots \infty$ V_g-рыночная стоимость предприятия при продаже его целиком в качестве действующего $C1, C2, C3$- потоки чистой денежной наличности за соответствующие годы, доступные для распределения среди акционеров</p>	<p>$g=(1-\% \text{выплат}) * ROE$ $V_m=Do/(1+r)^1+Do/(1+r)^2+Do/(1+r)^3 \dots \infty$ V_m-рыночная цена акционерного капитала D_n-дивиденды, которые должны быть выплачены в год n. r- издержки акционерного капитала с учетом риска связанного с потоком наличности. Упрощенный подход: $C_{ск}$=дивиденды, выплаченные в отчетном периоде/средняя величина собственного капитала.</p>	<p>уровень доходности обыкновенных акций; β- ковариация доходности по ценным бумагам данной компании и по рынку ценных бумаг (мера систематического риска).</p>	
3.	Недостаток	Не учитывает возможность реинвестирования прибыли	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не может быть использован, если фирма не выплачивает дивидендов; 2. Предполагает, что темп роста фирмы постоянен; 3. Сложность определения темпа роста дивидендов. 	Сложность в расчете ставки дисконта	<ol style="list-style-type: none"> 1. Трудности прогнозирования операционных и инвестиционных потоков денежных средств 2. Сложности в выборе ставки дисконтирования.
4.	Возможные подходы к оценке стоимости предприятия	$PVPS=(P/E)*EPS$ $PVPS$ - стоимость предприятия	V_m -рыночная цена акционерного капитала	K_e - стоимость капитала (ставка доходности)	ДСАК- добавленная стоимость акционерного капитала

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

Приложение 3

за 4 квартал 2002г.

Организация **1361 УНР филиал ГУП 437 ВСУМО РФ**

Идентификационный номер налогоплательщика

Вид деятельности- **строительно-монтажные работы**Организационно-правовая форма- **филиал**Единица измерения- **тыс. руб.**

Форма № 2 по ОКУД

Дата (год, месяц, число)

по ОКПО

ИНН

по ОКДП

по ОКОПФ/ОКФС

по ОКЕИ

КОДЫ

0710002

08027866

2634045975

08027866

384/385

Наименование показателей	Код стр.	За отчетный период	За аналогичный период предыдущего года
1	2	3	4
I. Доходы и расходы по обычным видам деятельности			
Выручка (нетто) от реализации товаров, продукции, работ, услуг (за минусом НДС, акцизов и ан. об. платежей)	010	7507	14823
в том числе от продажи:			
СМР	011	7159	
Компенс. затраты	012	348	
	013		
Себестоимость реализации товаров, продукции, работ, услуг	020	5995	8777
в том числе проданных:			
СМР	021	5647	
Компенс. затраты	022	348	
	023		
Валовая прибыль	029		
Коммерческие расходы	030		
Управленческие расходы	040		
Прибыль (убыток) от продаж (строки 010-020-030-040)	050	1512	6046
II. Операционные доходы и расходы			
Проценты к получению	060		
Проценты к уплате	070		
Доходы от участия в других организациях	080		
Прочие операционные доходы	090	32	15
Прочие операционные расходы	100	80	43
III. Внеоперационные доходы и расходы			
Внеоперационные доходы	120		
Внеоперационные расходы	130		
Прибыль (убыток) до налогообложения (строки 050+060+070+080+090-100+120-130)	140	1464	6018
Налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи	150	351	1444
Прибыль(убыток) от обычной деятельности	160		
IV. Чрезвычайные доходы и расходы			
Чрезвычайные доходы	170		
Чрезвычайные расходы	180		
Чистая прибыль (нераспределенная прибыль отчетного периода) (строки 160+170-180)	190	1113	4574

БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС

за 4 квартал 2002г.

		КОДЫ
	Форма № 2 по ОКУД	0710002
	Дата (год, месяц, число)	
Организация 1361 УНР филиал ГУП 437 ВСУМО РФ	по ОКПО	08027866
Идентификационный номер налогоплательщика	ИНН	2634045975
Вид деятельности- строительно-монтажные работы	по ОКДП	
Организационно-правовая форма- филиал	по ОКОПФ/ОКФС	08027866
Единица измерения- тыс. руб.	по ОКЕИ	384/385

Юридический адрес: **355024, г. Ставрополь, ул. Южный обход,53**

Дата утверждения _____

Дата отправки _____

АКТИВ	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
1. Внеоборотные активы			
Нематериальные активы (04,05)	110		
В т.ч.			
Патенты, лицензии, товарные знаки (знаки обслуживания), иные аналогичные с перечисленными права и активы	111		
Организационные расходы	112		
Деловая репутация организации	113		
Основные средства(01,02,03)	120	3111	3329
В т.ч.			
Земельные участки и объекты природопользования	121		
Здания, машины, оборудование	122	3111	3329
Незавершенное строительство (07,08,61)	130		
Доходные вложения в материальные ценности (03)	135		
В т.ч.			
Имущество для передачи в лизинг	136		
Имущество, представляемое по договору проката	137		
Долгосрочные финансовые вложения (06,82)	140		
В т.ч.			
Инвестиции в дочерние общества	141		
Инвестиции в зависимые общества	142		
Инвестиции в другие организации	143		
Займы предоставленные организациям на срок более 12 месяцев	144		
Прочие долгосрочные финансовые вложения	145		
Прочие внеоборотные активы	150		
ИТОГО по разделу 1	190	3111	3329
11. Оборотные активы			
Запасы	210	10803	11559
В т.ч.			
Сырье , материалы и другие аналогичные ценности (10,12,13,16)	211	10803	11559
Животные на выращивании и откорме (11)	212		

Затраты в незавершенном производстве (издержки обращения) (20, 21, 23, 29, 30 36, 44)	213		
Готовая продукция и товары для перепродажи (16,41)	214		
Товары отгруженные (45)	215		
Расходы будущих периодов (31)	216		
Прочие запасы и затраты	217		
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям (19)	220	3166	3388
Дебиторская задолженность (платежи, по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230		
В т.ч.			
Покупатели и заказчики (62, 76, 82)	231		
Векселя к получению (62)	232		
Задолженность дочерних и зависимых обществ (78)	233		
Авансы выданные (61)	234		
Прочие дебиторы	235		
Дебиторская задолженность (платежи, по которой в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	92998	99508
В т.ч.			
Покупатели и заказчики (62, 76, 82)	241	80823	50089
Векселя к получению (62)	242		
Задолженность дочерних и зависимых обществ (78)	243		
Задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал (75)	244		
Авансы выданные (61)	245	11488	12292
Прочие дебиторы	246	687	735
Краткосрочные финансовые вложения (563, 58, 82)	250		36242
В т.ч.			
Займы предоставленные организация на срок менее 12 месяцев	251		
Собственные акции, выкупленные у акционеров	252		
Прочие краткосрочные финансовые вложения	253		
Денежные средства	260		
В т.ч.			
Касса (50)	261		150
Расчетные счета (51)	262		
Валютные счета (52)	263		
Прочие денежные средства (55, 56, 57)	264		
Прочие оборотные активы	270		
ИТОГО по разделу 11	290	106967	114455
БАЛАНС (сумма строк 190+290)	300	110078	117784

ПАССИВ	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
IV. Капитал и резервы			
Уставный капитал (85)	410	3105	3105
Добавочный капитал (87)	420		
Резервный капитал (86)	430		
В т.ч.			
Резервы, образованные в соответствии с законодательством	431		
Резервы, образованные в соответствии с учредительными документами	432		
Фонд социальной сферы (88)	440		
Целевые финансирование и поступления (96)	450		
Нераспределенная прибыль прошлых лет (88)	460		

Непокрытый убыток прошлых лет (88)	465		
Нераспределенная прибыль отчетного года (88)	470	930	1113
Непокрытый убыток отчетного года (88)	475		
ИТОГО по разделу IV	490	4035	4218
V. Долгосрочные обязательства			
Заемные средства (92, 95)	510		
В т.ч.			
Кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	511		
Прочие займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	512		
Прочие долгосрочные обязательства	520		
ИТОГО по разделу V	590		
VI. Краткосрочные обязательства			
Заемные средства (90, 94)	610		
В т.ч.			
Кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	611		
Займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	612		
Кредиторская задолженность	620	106043	113566
В т.ч.			
Поставщики и подрядчики (60, 76)	621	32329	34691
Векселя к уплате (60)	622		
Задолженность перед дочерними и зависимыми обществами (78)	623	3951	4228
Задолженность перед персоналом организации (70)	624	4400	4708
Задолженность перед государственными внебюджетными фондами (69)	625	23328	24961
Задолженность перед бюджетом (68)	626	17356	18571
Авансы, полученные (64)	627	24624	26348
Прочие кредиторы	628	55	59
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов (75)	630		
Доходы будущих периодов (83)	640		
Резервы предстоящих расходов (89)	650		
Прочие краткосрочные обязательства	660		
ИТОГО по разделу VI	690	106043	113566
БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)	700	110078	117784

Выписка из БУХГАЛТЕРСКОГО БАЛАНСА (форма №1) на 01 января 2002г.
предприятия ООО «Траст-М», данные представлены в тыс. руб.

<i>АКТИВ / ПАССИВ</i>	<i>Код стр</i>	<i>На начало года</i>	<i>На конец года</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
<i>Баланс (сумма строк 190+290).....</i>	<i>300</i>	<i>22203</i>	<i>27069</i>
<i>Оборотные активы (итого по разделу II).....</i>	<i>290</i>	<i>6260</i>	<i>8031</i>
<i>Капитал и резервы (итого по разделу IV).....</i>	<i>490</i>	<i>16204</i>	<i>18810</i>
<i>Краткосрочные пассивы (итого по разделу VI)....</i>	<i>690</i>	<i>5999</i>	<i>8259</i>
<i>Заемные средства</i>	<i>610</i>	<i>284</i>	<i>1012</i>
<i>Уставный капитал</i>	<i>410</i>	<i>16035</i>	<i>16035</i>

Выписка из ОТЧЕТА О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ (форма №2)
на 01 января 2002г.
предприятия ООО «Траст-М», данные представлены в тыс. руб.

<i>Наименование показателя</i>	<i>Код стр</i>	<i>За отчетный период</i>	<i>За период прошлого года</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
<i>Выручка (нетто) от реализации товаров, продукции, работ, услуг(за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей).....</i>	<i>010</i>	<i>15007</i>	<i>14587</i>
<i>Прибыль (убыток) от реализации (строки 010-020-030-040).....</i>	<i>050</i>	<i>2460</i>	<i>1380</i>
<i>Прибыль (убыток) отчетного периода (строки 110+120-130).....</i>	<i>140</i>	<i>2020</i>	<i>1049</i>
<i>Прибыль чистая (строки 160+170)</i>	<i>190</i>	<i>1313</i>	<i>682</i>
<i>Проценты к уплате</i>	<i>070</i>	<i>152</i>	<i>37</i>