

3.11. ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Величко М.И., аспирант ВГНА Минфина России

В статье рассматривается одно из важнейших направлений снижения издержек промышленного предприятия, включающее в себя рационализацию и оптимизацию использования собственных и заемных средств предприятий, необходимых для реализации инвестиционных проектов, в том числе связанных с реорганизацией производства, совершенствованием амортизационной политики, использованием лизинга и некоторые другие.

Одним из важных направлений снижения издержек промышленного предприятия и, соответственно, увеличения его доходов является совершенствование системы финансового обеспечения его деятельности на основе рационализации финансовых потоков. Это направление включает в себя рационализацию и оптимизацию использования собственных и заемных средств предприятий, необходимых для реализации инвестиционных проектов, в том числе связанных с реорганизацией производства; совершенствование амортизационной политики; использование лизинга и некоторые другие.

Отметим, что совершенствование системы финансового обеспечения обычно не связано со значительными инвестиционными вложениями. Вместе с тем оно может принести значительный эффект, величина которого при прочих равных условиях обычно пропорциональна масштабу производства.

Как свидетельствует практика, традиционный финансовый анализ результатов хозяйственной деятельности предприятия базируется на анализе его прибылей и затрат по документам бухгалтерской отчетности. Бухгалтерская отчетность предприятий предназначена, главным образом, для контроля со стороны налоговых органов правильности расчета и уплаты налогов и не позволяет в полной мере оценить эффективность вложения финансовых ресурсов. В связи с этим большинство экономистов считает традиционный бухгалтерский анализ не лучшим подходом к оценке экономической эффективности инвестиционных проектов, в части оценки их результатов, особенно чистой прибыли. Чистая прибыль предприятия за определенный период времени, как правило, существенно отличается от его чистого денежного дохода за тот же период, хотя именно денежные ресурсы предприятия определяют его инвестиционные возможности.

Вследствие этого анализ эффективности инвестиций обычно базируется на анализе денежных потоков, порождаемых инвестиционным проектом, а не на анализе прибылей и затрат. Финансовый анализ инвестиционного проекта – это прежде всего анализ денежных потоков, под которыми понимается поступление и расходование реальных денежных средств предприятия.

В ходе проведенного исследования установлено, что при финансовом анализе инвестиционных проектов необходимо использовать два важных правила.

Первое правило связано с понятием устранимых и неустраимых затрат и с порядком их учета в составе денежных потоков. Устранимые затраты – это затраты, которых можно избежать при принятии альтернативного решения, а неустраимых затрат избежать невоз-

можно. Неустраимые затраты не принимаются в расчет при анализе инвестиционных проектов. К ним, в частности, относятся все уже совершенные затраты.

Рассмотрим ряд примеров.

Пример 1

На проведение предприятием маркетинговых исследований рынка сбыта продукции затрачено 200 тыс. руб. На основании полученных результатов было принято решение о расширении производства. Затраты на покупку дополнительного оборудования составили 10 млн. руб., а на его установку – еще 100 тыс. руб.

Общие инвестиционные затраты составят в этом случае 10 100,0 тыс. руб. (стоимость оборудования вместе с установкой), 200 тыс. руб., которые были затрачены на маркетинговые исследования, относятся к неустраимым затратам, и они не должны влиять на принимаемое решение.

Второе правило касается так называемых вмененных расходов, т.е. таких расходов, которые характеризуют потерянные из-за принятия данного решения доходы. Вмененные расходы могут не иметь места в действительности, но их необходимо принимать в расчет при оценке эффективности конкретного решения.

Неявный способ учета вмененных расходов осуществляется с помощью операции дисконтирования денежных потоков¹. В явном виде вмененные расходы, как правило, учитываются при сравнительном анализе эффективности альтернативных проектов. Вмененные расходы инвестиционного характера учитываются в составе общих инвестиционных затрат, а вмененные расходы операционного характера – в составе денежных потоков от операционной деятельности. Далее рассмотрим более подробно методы анализа инвестиционных и операционных денежных потоков с учетом вмененных расходов.

Пример 2

Предприятие имеет возможность заключить договор на изготовление партии изделий на имеющемся оборудовании. Инвестиционные затраты на подготовку производственного процесса составят 500 тыс. руб. Договор носит разовый характер. Данное оборудование предприятие имеет возможность сдать в аренду за 300 тыс. руб. на срок договора.

Если предприятие заключит договор, то оно понесет убытки в размере 300 тыс. руб. из-за отсрочки договора аренды. Это вмененные инвестиционные расходы. Общие инвестиционные затраты составят 800 тыс. руб. Именно эту сумму следует учитывать в составе денежных потоков при анализе данного инвестиционного проекта.

Для того чтобы можно было сравнивать денежные потоки, относящиеся к разным моментам времени, теория рекомендует сначала привести их к сопоставимому виду с помощью операции дисконтирования². Обычно все расходы и поступления, порождаемые инвестициями, приводятся к моменту начала реализации инвестиционного проекта. В качестве нормы дисконта используется норма доходности, учитывающая как цену вложенного в инвестиционный проект капитала,

¹ Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. М.: ИНФРА-М, 1995.

² В данной статье мы будем ориентироваться на традиционно используемые в инвестиционном анализе критерии эффективности типа ЧДД, что не умаляет значения полученных результатов и при продажах, предполагающих отказ от использования дисконта.

так и реальные инвестиционные возможности инвестора по альтернативному использованию денежных средств. Норму дисконта в инвестиционном анализе называют также барьерной ставкой³.

Заметим, что анализ денежных потоков, порожденных инвестициями, – это, по существу, анализ данной стратегии размещения инвестиционных ресурсов. Он состоит из нескольких этапов и включает в себя оценку результатов по трем направлениям деятельности: инвестиционному, операционному и финансовому. Соответствующие денежные потоки приведены в табл. 1.

Таблица 1

ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ПО ИНВЕСТИЦИОННОМУ ПРОЕКТУ

№	Наименование статей доходов и затрат	Значение доходов и затрат на этапе реализации проекта			
		Шаг 1	Шаг 2	...	Шаги n
Инвестиции					
1	Основной капитал	-	-	-	-
2	Прирост оборотного капитала	-	-	-	-
3	Всего инвестиций (стр. 1 + стр. 2)	-	-	-	-
Операционная деятельность					
4	Чистая выручка	-	-	-	-
5	Чистые затраты	-	-	-	-
6	Налог на прибыль	-	-	-	-
7	Чистый приток от операций (стр. 4 – стр. 5 – стр. 6)	-	-	-	-
Финансовая деятельность					
8	Собственный капитал	-	-	-	-
9	Краткосрочный кредит	-	-	-	-
10	Долгосрочный кредит	-	-	-	-
11	Погашение кредитов	-	-	-	-
12	Уплаченные проценты за кредит	-	-	-	-
13	Выплаченные дивиденды	-	-	-	-
14	Сальдо финансовой деятельности (стр. 8 + стр. 9 + стр. 10 – стр. 11 – стр. 12 – стр. 13)	-	-	-	-
15	Сальдо реальных денег (стр. 7 + стр. 14 – стр. 3)	-	-	-	-
16	Сальдо накопленных реальных денег	-	-	-	-

На первом этапе экономического анализа определяется срок жизни (горизонт планирования) инвестиционного проекта и оптимальный с точки зрения данного проекта шаг расчета. Срок жизни проекта – это период времени от начала его реализации до момента ликвидации остаточных активов. Ликвидация активов связана с их моральным и физическим износом, делающим невозможным или нецелесообразным их дальнейшее использование. Шаг расчета – это минимальный промежуток времени, который выбирается для отражения и последующего анализа денежных потоков.

На втором этапе определяются инвестиционные затраты на каждом шаге расчета – $P_u(t)$. Соответствующие денежные потоки рассчитываются как разница между расходами и экономией по основному и оборотному капиталу с учетом ликвидационной стоимости основных средств, которая включается в соответствующую строку последнего шага:

$$P_u(t) = K_{оф}(t) + DK_{об}(t),$$

где

$K_{оф}(t)$ – затраты на основной капитал (основные фонды);

$DK_{об}(t)$ – прирост оборотного капитала.

Увеличение оборотного капитала складывается из дополнительных материальных запасов, увеличения дебиторской задолженности и уменьшения кредиторской задолженности, связанных с данным инвестиционным проектом.

При расчете ликвидационной стоимости необходимо учесть влияние налогообложения, если рыночная стоимость активов на момент ликвидации отличается от их балансовой стоимости.

На третьем этапе определяются операционные доходы и расходы и чистый приток денежных средств от операционной деятельности на каждом шаге расчета – $P_o(t)$. Чистый приток денег складывается из изменений сумм выручки, затрат, налогов и прочих реальных денежных средств от текущих операций:

$$P_o(t) = (B_v(t) - Z_v(t)) * (1 - y),$$

где

$B_v(t)$ – чистая выручка (выручка за вычетом НДС и других налоговых платежей из выручки);

$Z_v(t)$ – чистые денежные затраты (все затраты за вычетом процентных выплат за кредит, а также амортизации и других неденежных расходов);

y – ставка налога на прибыль.

Процентные выплаты за кредит, даже в той части, которая включается в затраты предприятия и уменьшает налогооблагаемую прибыль, необходимо исключить из чистого оттока денег по операционной деятельности и учитывать в составе потоков по финансовой деятельности. В противном случае они повлияют на оценку экономической эффективности инвестиционного проекта в целом, при расчете которой финансовые потоки учитывать не должны.

На четвертом этапе определяются денежные потоки, порожденные данным инвестиционным проектом – $P(t)$. Они рассчитываются для каждого шага расчета или другого периода, который целесообразно использовать для дисконтирования этих потоков (например, годовые потоки):

$$P(t) = P_o(t) - P_u(t).$$

Эти потоки дисконтируются к периоду начала реализации проекта. При выборе ставки дисконтирования должен учитываться предполагаемый способ финансирования проекта⁴. Затем производится расчет показателей экономической эффективности проекта и принимается решение об отклонении заведомо неприемлемых проектов.

На пятом этапе анализируется финансовая деятельность по обеспечению инвестиционного проекта и определяется сальдо финансовой деятельности на каждом шаге расчета – $P_\phi(t)$:

$$P_\phi(t) = \Pi_\phi(t) - O_\phi(t),$$

³ Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования. М.: Терин-вест 1994.

⁴ Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. М.: ИНФРА-М, 1995; Бочаров В.В. Методы финансирования инвестиционной деятельности предприятий. М.: Финансы и статистика, 1998.

где $P_{\phi}(t)$ – приток денежных средств (собственный капитал и кредиты);

$O_{\phi}(t)$ – отток денежных средств (погашение кредитов, процентные выплаты и дивиденды).

Затем рассчитывается сальдо реальных денег по каждому лагу (чистые денежные потоки):

$$CF(t) = P_o(t) - P_u(t) + P_{\phi}(t),$$

где

$P_u(t)$ – результат инвестиционной деятельности на шаге t ;

$P_o(t)$ – результат операционной деятельности на шаге t ;

$P_{\phi}(t)$ – результат финансовой деятельности на шаге t .

После этого определяется сальдо накопленных реальных денег по каждому шагу t :

$$D(t) = \sum_{i=1}^t CF(i),$$

где $CF(i)$ – сальдо реальных денег на шаге i .

Сальдо накопленных реальных денег не может быть отрицательным. Это необходимое условие финансовой реализуемости проекта.

Далее рассмотрим основные подходы к анализу эффективности производственных инвестиций в условиях определенности (отсутствия рисков), основанные на использовании финансовых потоков.

В анализе проектной деятельности обычно используются следующие показатели эффективности проектов:

- **NPV** (net present value) – чистый дисконтированный доход (чистая прибыль, текущая стоимость и т.д.);
- **IRR** (internal rate of return) – внутренняя норма рентабельности;
- **PBP** (payback period) – срок окупаемости проекта;
- **PI** (profitability index) – индекс прибыльности.

Показатель **NPV** (**ЧДД**) представляет собой разность между дисконтированными (обычно на начало периода) доходами и издержками, имеющими место на последовательности временных этапов реализации проекта. В общем случае его значение рассчитывается согласно следующему выражению:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF(t)}{(1+e)^t} = \sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+e)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{z_t}{(1+e)^t},$$

где

$CF(t)$ – элементы чистого денежного потока, порожденного инвестициями в период t , причем $t = 1, 2, \dots, T$ (T – срок жизни проекта);

d_t и z_t – доход и издержки во временном интервале $(t-1, t)$, $t = 1, 2, \dots, T$;

e – ставка дисконтирования, отражающая временную стоимость денег.

Значение **NPV** может рассчитываться для любого момента времени T действия проекта, при условии, что T не может превышать срок жизни проекта. Если T – срок жизни проекта, то показатель NPV_T будем обозначать через **NPV**.

Показатель **IRR** – внутренняя норма рентабельности (доходности, прибыльности) – по своему содержанию представляет собой норму дисконта, обеспечивающую равенство дисконтированного дохода от проекта и связанных с ним издержек, обычно в предположении, что издержки в основном опережают по времени доходы.

Иными словами, $IRR=e^*$, при котором выполняется равенство:

$$\sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+e^*)^t} = \sum_{t=1}^T \frac{z_t}{(1+e^*)^t}.$$

В данной формуле учтено, что проект начинает приносить доход с момента $t = t$, а издержки имеют место с начала реализации проекта, т.е. $t = 0$.

В связи с этим значение **IRR** определяется следующим уравнением:

$$\sum_{t=1}^T \frac{CF(t)}{(1+IRR)^t} = 0.$$

По своему содержанию внутренняя форма доходности характеризует максимально допустимый относительный уровень расходов, которые инвесторы могут понести в рамках финансового обслуживания данного проекта. Например, если проект финансируется за счет кредитов банка, то значение **IRR** показывает верхние границы допустимого уровня банковской процентной ставки. Ее превышение делает проект убыточным. Обычно проект принимается, если значение **IRR** больше некоторой порядковой величины, и проекты с большими значениями **IRR** являются более предпочтительными, поскольку у инвесторов существуют большие возможности в привлечении дополнительных финансовых ресурсов при реализации проекта.

Показатель **PBP** – срок окупаемости проекта представляет собой значение момента (периода) времени, начиная с которого дисконтированный доход от проекта становится больше дисконтированных затрат на него. Этот показатель оценивается на основании следующего соотношения:

$$\sum_{t=1}^i \frac{d_t}{(1+e)^t} \geq \sum_{t=1}^i \frac{z_t}{(1+e)^t},$$

с учетом того, что

$$CF(t^*, N) > 0,$$

где $t^* = PBP$, $CF(t^*, T)$ – чистый денежный поток в период времени (t^*, T) .

Очевидно, что проект приносит доход, если $t^* < T$,

где T – в данном случае – срок жизни проекта.

Показатель **PI** – индекс прибыльности – характеризует относительную прибыльность проекта и определяется как отношение дисконтированного дохода к дисконтированным его издержкам:

$$PI_T = \frac{\sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+e)^t}}{\sum_{t=1}^T \frac{z_t}{(1+e)^t}}.$$

Если T – срок жизни проекта, то будем обозначать $PI_T = PI$. Проект может считаться экономически «целесообразным», если $PI > 1$.

Индекс рентабельности характеризует уровень доходов на единицу затрат. Чем больше значение этого показателя, тем выше отдача от каждого рубля, инвестированного в проект.

Таким образом, основным показателем эффективности инвестиционного проекта целесообразно выбрать **NPV**. Проект с наибольшим значением **NPV**, как правило, характеризуется и наилучшими значениями других критериев.

Показатель **ЧДД** носит абсолютный характер, он показывает, сколько денег принесет предприятию данный проект, но при этом не дает никакого представления о том, на какой объем затрат приходится этот доход, какова эффективность каждого затраченного рубля, какой «резерв безопасности» имеется у инвесторов, если ухудшатся условия финансирования проекта. Информацию о резерве безопасности проекта представляют критерии **IRR** и **PI**. Особенно важно это принимать во внимание, если условия его реализации ухудшатся в условиях существования рисков, когда «резерв безопасности» может служить определенной гарантией реализуемости проекта.

При расчете **ЧДД** в Методических рекомендациях⁵ предлагается использовать не только коэффициент дисконтирования, но и коэффициент распределения, учитывающий распределение денежного потока внутри шага расчета. Таким образом, если выполняется условие:

$$e \cdot \Delta \geq 0,1,$$

где

e – норма дисконта **ИП**, выраженная в долях единицы в год;

Δ – продолжительность шага расчета в годах
то **ЧДД** должен рассчитываться по формуле:

$$\text{ЧДД} = \sum_{t=1}^T CF(t) \cdot e_1(t) \cdot e_2(t),$$

где

CF(t) – сальдо суммарного денежного потока на шаге **t**;

e₁(t) – значение коэффициента дисконтирования на шаге **t**;

e₂(t) – значение коэффициента распределения на шаге **t**.

$$e_1(t) = \frac{1}{(1+e)^{t-t_0}},$$

где

e – норма дисконта **ИП**;

t – шаг расчета;

t₀ – момент приведения.

Формулы для расчета значения коэффициента распределения на шаге **t** зависят от характера распределения денежного потока внутри шага и от выбранного способа приведения (к началу или к концу шага расчета). Например, если внутри шага денежный поток распределен равномерно, а денежный поток приводится к концу шага, то для расчета можно использовать следующую формулу:

$$e_2(t) = 1 + \frac{e \cdot \Delta_t}{2}.$$

При отсутствии неопределенности результаты реализации любого инвестиционного проекта рассчитываются с абсолютной точностью. Норма дисконта (барьерная ставка) отражает альтернативные внешние возможности использования финансовых ресурсов в безрисковом мире, т.е. определяется известной ставкой процента по заимствованию и кредитованию.

Рассмотренные выше показатели эффективности инвестиционных проектов нашли широкое распространение в практических исследованиях. Вместе с тем в последнее время в научной литературе стали появляться

публикации, в которых выражается критическое отношение к их обоснованности. Особенно это относится к процедуре дисконтирования. Например, Ю.А. Маленков пишет «...повсеместное применение методов дисконтирования в последние десятилетия в мире не только не привело к глобальному улучшению ситуации в области инвестирования, а наоборот, сопровождалось глобальным падением эффективности инвестиций, общим ростом нестабильности, диспропорциями и кризисами в области инвестиционной политики»⁶. По его мнению, методика дисконтирования «дезориентирует инвесторов и разработчиков проектов, ведет к принятию ими неэффективных и ошибочных инвестиционных решений, вызывающих кризисы, нестабильность и массовые банкротства».

В подтверждение этому приводятся следующие аргументы.

1. Методика дисконтирования создает лишь иллюзию комплексности расчетов эффективности

Это связано с тем, что оценки эффективности базируются в основном на показателе **NPV (ЧДД)**. Все остальные критерии (**IRR, BVP, PI**) являются его производными, полностью от него зависящими. Поэтому если методы расчета **NPV** некорректны и приводят к необоснованным выводам, то те же самые результаты будут получены и с использованием других критериев.

2. Методика дисконтирования создает иллюзию точности оценок эффективности

Это связано с тем, что значение **NPV** характеризует иллюзорные финансовые результаты, неэквивалентные реальным денежным средствам в какой-либо валюте, причем не подтверждаемые финансовой и бухгалтерской документацией. Этот показатель не характеризует реальное финансовое положение предприятия, компании и представляет собой некоторую его условную оценку. В этой связи с таким же успехом можно измерять финансовое положение и в баллах.

Такая ситуация возникает в основном из-за субъективности и неопределенности величины безразмерного коэффициента дисконтирования **e**, поскольку остальные используемые в расчетах **NPV** показатели (инвестиции, притоки и оттоки средств по годам) – реальные.

Значение дисконта на практике зависит от множества факторов (субъективности инвестора, инфляции, рисков, региона, отрасли и т.п.) и может характеризоваться большой амплитудой разброса в зависимости от выбранной методики его учета. Все это ведет к появлению неопределенности в расчете **NPV**, которая быстро возрастает во времени с учетом влияния знаменателя $(1+e)^t$ на его величину.

Вследствие этого для одного и того же проекта можно получить значительно отличающиеся между собой значения показателей эффективности, например, при разных мнениях специалистов по поводу величины дисконта. Это свидетельствует о неустойчивости оценок **NPV** по значениям дисконта даже при незначительных изменениях его уровня. Завышение уровня дисконта приведет к тому, что экономически выгодный проект может быть отвергнут инвесторами как убыточный.

⁵ Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: (Вторая редакция) / Рук. Авт. кол.: В.В. Косов, В.Н. Лившиц, А.Г. Шахназаров, М.: ОАО «НПО «Изд-во «Экономика», 2000.

⁶ Маленков Ю.А. Новые методы инвестиционного менеджмента. СПб.: Изд. дом «Бизнес-пресса», 2002.

3. Методика дисконтирования делает неэффективными долгосрочные инвестиции

Сильное влияние коэффициента $1/(1+e)^t$ на величину **NPV**, нарастающее со временем, ведет к тому, что выгодные инвестиционные проекты в реальные производства значительно проигрывают по эффективности, например, краткосрочным сделкам на рынке ценных бумаг и торговым операциям по реализации уже готовой продукции. Из расчетов обычно вытекает, что при коэффициенте дисконтирования $e = 0,2$ через 5-10 лет ценность денежных поступлений для инвестора становится незначительной, что противоречит здравому смыслу.

В реальной ситуации инвестиционные вложения в производство часто надежнее и выгоднее, чем операции на финансовых рынках, поскольку последние более рискованны из-за нестабильности рыночных ситуаций. Как правило, прибыль от таких операций в периоды нестабильности достается узкой группе игроков, а при стабильном рынке она незначительна. В то же время реализация инвестиционного проекта в производственной сфере обычно ведет к росту доходов от продаж в течение достаточно длительного периода времени.

Кроме резкого обесценивания будущих финансовых ресурсов по сравнению с текущим периодом времени недостатки рассмотренных критериев эффективности инвестиционных проектов обусловлены тем, что они не учитывают:

- закономерности создания и освоения новых производств и жизненного цикла продукта;
- эффект возрастания рыночной стоимости предприятия, а принимают во внимание только величину его ликвидационной стоимости;
- эффект роста прибыли вследствие инвестирования будущих доходов предприятия в какие-либо проекты.

Так, жизненный цикл продукта включает в себя несколько стадий (выход на рынок, рост продаж, зрелость и спад продаж). Согласно методике дисконтирования, наибольшую ценность поступающий от реализации продукта на рынке доход имеет на начальных стадиях, когда объемы продаж относительно невелики. Увеличение дохода на стадии зрелости «съедается» обесцениванием поступлений. Таким образом, достигнутая в ходе реализации проекта цель обесценивается.

Ликвидационная стоимость предприятия, которая учитывается при оценке **NPV**, благодаря методике дисконтирования становится относительно небольшой величиной уже через 5-10 лет в реальных условиях с развитием проекта по мере освоения бизнеса, завоевания рынка, укрепления торговой марки и имиджа компании стоимость предприятия, бизнеса увеличивается в десятки, а то и сотни раз. При продаже предприятия это учитывается на основе принципа учета нематериальных активов – гудвилл, характеризующего возможность повышения продажной цены предприятия над его балансовой стоимостью.

В методике дисконтирования неявно предполагается, что поступающие доходы по проекту выводятся из бизнеса (идут на потребление). В реальной ситуации они часто используются на цели инвестирования с вытекающими отсюда в виде дополнительных доходов последствиями. Это вызывает эффект роста отдачи от проекта, который в **NPV** остается неучтенным.

Вместе с тем, несмотря на отмеченные недостатки методики расчета **NPV** с использованием дисконта, этот показатель остается основной характеристикой эффек-

тивности инвестиционных проектов. На практике, при его оценке в целях повышения обоснованности принятия инвестиционных решений можно рекомендовать с большим вниманием относиться к выбору величины дисконта, поскольку изменение стоимости денег со временем – это реальный процесс, а инвесторы всегда будут предпочитать проекты с меньшим периодом окупаемости, например, из-за того, что со временем увеличиваются риски невозврата вложенных средств из-за неопределенности, например, экономической и политической ситуации.

Литература

1. Анишкин Ю.П., Привалов В.В., Попов А.Н., Бударов А.Ю. Управление инвестиционной активностью. ИКФ «Омега – Л», 2002.
2. Аршинов А.М. Основные направления совершенствования инвестиционной политики предприятия. – СПб, 2001. – 22 с.
3. Бард В.С. Инвестиционные проблемы российской экономики. Экзамен, 2003.
4. Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. М.: ИНФРА-М, 1995.
5. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов. / Пер. с англ. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
6. Бочаров В.В. Методы финансирования инвестиционной деятельности предприятий. М.: Финансы и статистика, 1998.
7. Бузова И. А., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Коммерческая оценка инвестиций. Питер, 2003.
8. Инвестиции в России. 2005: Стат. сб. / Росстат. – М., 2005.
9. Крюков С.В. Методы и модели оценки и выбора инвестиционных проектов.- Рост. гос. экон. ун-т. – Ростов на Дону. – 2001.
10. Маленков Ю.А. Новые методы инвестиционного менеджмента. СПб.: Изд. дом «Бизнес-пресса», 2002.
11. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования. М.: Терин-вест. 1994.
12. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: (Вторая редакция) / Рук. Авт. кол.: В.В. Косов, В.Н. Лившиц, А.Г. Шахназаров, М.: ОАО «НПО «Изд-во «Экономика», 2000.
13. Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов в условиях риска и неопределенности (теория ожидаемого эффекта). – М.: ЦЭМИ РАН. – 2001. – 142 с.
14. Швандар В.А. Управление инвестиционными проектами: Учеб. пособие. – М.: ЮНИТИ. – 2001. – 208 с.

Величко Максим Игоревич

РЕЦЕНЗИЯ

Тема рецензируемой научной статьи, безусловно, актуальна, так как одним из важных направлений снижения издержек промышленного предприятия и, соответственно, увеличения его доходов является совершенствование системы финансового обеспечения его деятельности.

Автор статьи, являющийся аспирантом Всероссийской государственной налоговой академии при Минфине России, верно поставил цель своего исследования, суть которого заключается в рационализации и оптимизации использования собственных и заемных средств предприятий, необходимых для реализации инвестиционных проектов, в том числе связанных с реорганизацией производства; совершенствование амортизационной политики; использование лизинга и некоторые другие.

Следует отметить, что в статье автором грамотно и умело используется методологический инструментарий исследования, позволивший ему дать объективную оценку теоретико-методологическим основам формирования системы финансового анализа инвестиционной деятельности предприятия.

Структура статьи логически взаимосвязана. При этом свои исследования автор подтверждает практическими расчетами, которые, безусловно, заслуживают интерес как специалистов, занимающихся финансовым анализом, так и научных работников.

В целом, научная статья соответствует требованиям, предъявляемым к аналогичным работам, и может быть опубликована в открытой печати.

Гретченко А.И., д.э.н., профессор, заслуженный деятель науки РФ

3.11. PARTICULAR FEATURES OF INVESTMENT BREAK-EVEN FINANCIAL ANALYSIS

M.I. Velichko, Post-graduate Student VGNA
of the Ministry Finance of Russia

In this article the author reviews one of the most important guidelines of industrial enterprise's costs decline which consists of following position: optimization of internal and borrowed funds utilization. These funds are necessary for investment projects implementation which is closely related with production reorganization, perfection of amortization policy, use of leasing and others.